

***Die Regulierung von Aktienleerverkäufen in der
Europäischen Union und in den USA unter
Berücksichtigung der ökonomischen Auswirkungen von
Leerverkäufen auf die Aktienmärkte sowie unter
Einbeziehung rechtshistorischer Aspekte***

**Dissertation
zur Erlangung des akademischen Grades Dr. iur**

Eingereicht am 15. Juli 2016

bei der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin

von Dirk-Fabian Lange

Präsident/Präsidentin der Humboldt-Universität zu Berlin: Prof. Dr.-Ing.
Dr. Sabine Kunst

Dekan/Dekanin der Juristischen Fakultät der Humboldt-Universität zu
Berlin: Prof. Dr. Christian Waldhoff

Gutachter/Gutachterin:

1. Prof. Dr. Hans-Peter Schwintowski
2. Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M. (Harvard)
3. Prof. Dr. Hans-Peter Benöhr

Tag der mündlichen Prüfung: 6. Dezember 2016

Die Arbeit wurde durch ein Graduiertenstipendium der Friedrich-Naumann-Stiftung für
die Freiheit gefördert

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	11
I. Begriff, Einsatzzweck und Wirkweise von Aktienleerverkäufen auf die Wertpapiermärkte	17
A. Begriffsdefinition „Leerverkauf“	17
B. Einsatz, Funktion und Risiken von Leerverkäufen	20
C. Die Wirkweise von Aktienleerverkäufen am Wertpapiermarkt.....	21
1. Aktienleerverkäufe und Marktliquidität.....	21
a) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Liquidität an Wertpapiermärkten	22
b) Die Bedeutung von Liquidität für die Wertpapiermärkte	23
(1) Aktienliquidität und Transaktionskosten.....	24
(2) Aktienliquidität und Kapitalbeschaffungskosten.....	24
c) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Liquidität von Wertpapieren	
26	
(1) Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis	
(Beber/ Pagano).....	26
(2) The Impact of Short -Sale Restrictions on Volatility, Liquidity, and Market	
Efficiency: the Evidence from the Short-Sale Ban in the U.S. (Lobanova/ Hamid/	
Prakash).....	28
(3) Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban (Boehmer/ Jones/ Zhang) .	30
(4) The Impact of Short Selling Restrictions and Extreme Uncertainty and Order	
Flow: Evidence from the London Stock Exchange (Clifton/ Michaykluk)	34
2. Aktienleerverkäufe und Preiseffizienz von Aktien	37
a) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Preiseffizienz von Wertpapieren	38
(1) Effizienzmessung auf Basis der Random- Walk Theorie.....	39
(2) Effizienzmessung anhand der Berechnung des „post- earnings-	
announcement- drifts“	39
b) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Preisfindung bei Aktien....	40
(1) Short Selling and the Price Discovery Process (Boehmer/ Wu)	41
(a) Random Walk- Messung.....	42
(b) PEAD - Messung	44
(c) Ergebnis	45
(2) Supply and Demand Shifts in the Shorting Market (Cohen/ Diether/ Malloy)	
46	
(3) Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World (Bris/	
Goetzmann/ Zhu).....	50
(4) Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis	
(Beber/ Pagano).....	52

3. Leerverkäufe und Kursvolatilität.....	53
a) Bedeutung von Volatilität für den Aktienmarkt.....	53
b) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Kursvolatilität bei Wertpapieren	54
c) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Volatilität von Wertpapierkursen	54
(1) Short Selling and the Price Discovery Process (Boehmer/ Wu).....	57
(2) Short Selling during Extreme Market Movements (Blau/ Ness/ Ness/ Wood)	59
(3) Aggressive Short Selling and Price Reversals (Shkilko/ Van Ness/ Van Ness)	61
(4) Bears and Bulls: Greater Volatility without Ticks? (Clayton/ Reinhart/ Schmidt)	62
D. Ergebnis: Beurteilung Aktienleerverkäufe aus ökonomischer Sicht.....	64
II. Historische und aktuelle Leerverkaufsregulierungen in den Niederlanden, in den USA, in Großbritannien und in Deutschland.	66
A. Die historische Leerverkaufsregulierung in den Niederlanden: Das erste Leerverkaufsverbot der Geschichte.....	67
B. Die Leerverkaufsregulierung in den USA.....	69
1. Die ersten Leerverkaufsverbote im 19. Jahrhundert	69
2. Die große Depression und ihre Folgen für Leerverkäufer	70
a) Die Uptick-Rule (17 CFR 240.10a-1)	71
3. Die moderne Leerverkaufsregulierungen in den USA ab dem Jahr 2005.....	71
a) Regulation SHO	72
(1) Einführung einer umfassenden Kennzeichnungspflicht für Leerverkäufe (Rule 200 Regulation SHO)	75
(2) Teilweise Aufhebung der Uptick- Rule durch Regulation SHO, Rule 202T	77
(3) Erschwerung ungedeckter Leerverkäufe und Stärkung der Erfüllungsdisziplin (Rule 203 Regulation SHO)	79
4. Die Finanzmarktkrise 2007/2008 und ihre Folgen für die Leerverkäufer.....	81
a) Emergency Orders der SEC und die Leerverkaufsregulierung durch Self Regulatory Organizations (SRO)	81
(1) Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Finanz- und Versicherungstiteln (Emergency Order Release No. 58166 vom 15. Juli 2008)	82
(2) Bekämpfung von Lieferversagen (Emergency Order Release No. 34-58572 vom 17. September 2008)	82
(3) Erlass eines umfassenden temporären Leerverkaufsverbotes (Emergency Order Release No. 34-58592 vom 18. September 2008)	83
(4) Einführung temporärer Transparenzpflichten für institutionelle Investmentmanager (Emergency Order - Release No. 58591 vom 18. September 2008)	84

b)	Erhebung und Veröffentlichung von Leerverkaufsdaten durch Self Regulatory Organizations (September 2009).....	85
c)	Stärkung der Erfüllungsdisziplin durch Rule 204T und Rule 204 Regulation SHO 87	
(1)	Rule 204T Regulation SHO.....	87
(2)	Rule 204 Regulation SHO	89
d)	Eliminierung des Optionen- Market Maker Privilegs durch Verschärfung der Rule 203 Regulation SHO.....	90
e)	Untersagung von Täuschungen hinsichtlich der Fähigkeit, Wertpapierverkäufe rechtzeitig zu erfüllen - Rule 240.10b-21	91
f)	Einführung der “alternative uptick rule” und eines “circuit breaker” durch Rule 201 Regulation SHO	91
5.	Die Weiterentwicklung der US-Leerverkaufsregulierung durch den Dodd-Frank Act 94	
a)	Dodd-Frank Act, Section 929X (a) – Short Sale Disclosure.....	94
b)	Dodd-Frank Act Section 929X (b) - Short Selling Enforcement	95
c)	Dodd-Frank Act Section 929X (c) – Investor Notification.....	95
d)	Dodd-Frank Act Section 417 (a) – Commission Study and Report on Short Selling.....	96
6.	Zusammenfassende Betrachtung der Leerverkaufsregulierung in den USA	97
C.	Die Leerverkaufsregulierung in Großbritannien	100
1.	Historische Leerverkaufsregulierungen in Großbritannien.....	100
2.	Die Leerverkaufsregulierung in und nach der Finanzmarktkrise 2008.....	101
a)	Einführung von Meldepflicht für Short- Positionen in Wertpapieren von Aktiengesellschaften, die Bezugsrechtsemissionen durchführen (Short Selling Instrument 2008)	102
b)	Verbot von Leerverkäufen in Wertpapieren von UK-Finanztiteln & Offenlegungspflicht für bestehende Short- Positionen in UK- Finanztiteln (Short Selling (No 2) Instrument 2008)	103
(1)	Temporäres Leerverkaufsverbot für UK-Finanzmarkttitel (MAR 1.9.2C) ..	104
(2)	Pflicht zur Offenlegung bestehender Short- Positionen in UK- Finanzmarkttiteln (MAR 1.9.2D).....	105
c)	Short Selling (No 3) Instrument 2008 & Short Selling (No 4) Instrument 2008	105
d)	Modifizierung bestehender Transparenzpflichten (Short Selling (No 5) Instrument 2009)	105
e)	Short Selling (No 6) Instrument 2009	107
3.	Die Leerverkaufsregulierungen nach der Krise: Der Financial Services Act 2010	107
a)	Part 8A Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000).....	108
b)	Financial Stability and Market Confidence Sourcebook (FINMAR)	109
4.	Zusammenfassende Betrachtung des in Großbritannien nach der Finanzmarktkrise verfolgten Regulierungsansatzes.....	111

D. Die Leerverkaufsregulierung in Deutschland	114
1. Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 2008 – 2010	114
a) Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008 & ergänzende Verfügungen: Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Finanzmarkttiteln	115
(1) Kritik an der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008	117
(a) Kritik an der für die Allgemeinverfügungen vom 19. September 2008 herangezogenen Rechtsgrundlage	117
(b) Kritik an Inhalt und Begründung der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008	118
b) Allgemeinverfügung der BaFin vom 4. März 2010: Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-Leerverkaufspositionen	122
c) Allgemeinverfügung der BaFin vom 18. Mai 2010: Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien	123
d) Weitere flankierende Allgemeinverfügungen der BaFin vom 18. Mai 2010	125
2. Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte 125	
a) Die Eingriffsbefugnis der BaFin gemäß § 4a WpHG	126
b) Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien aller Unternehmen, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (§ 30h Abs. 2 WpHG a.F.)	127
c) Einführung einer Meldepflicht für Netto- Leerverkaufspositionen gemäß § 30i WpHG a.F.	128
3. Die Leerverkaufsregulierung in Deutschland: aktuelle Rechtslage	129
a) Die Regulierung von Leerverkäufen im Kapitalanlegerecht	130
b) Leerverkäufe und Betrugsstrafbarkeit gemäß § 263 StGB	131
c) Leerverkäufe und das Verbot der Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften (§§ 26, 49 BörsG)	132
d) Leerverkäufe und das Verbot von Insidergeschäften (§§ 14 Absatz I Nr. 1, 38 Absatz I Nr. 1 WpHG)	133
e) Leerverkäufe und das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)	134
(1) Aktienleerverkäufe und informationsgestützte Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 Nr.1 WpHG	135
(2) Aktienleerverkäufe und das Verbot handelsgestützter Marktmanipulation (§ 20a Abs.1 Nr.2 WpHG)	136
(3) Aktienleerverkäufe als sonstige Täuschungshandlungen im Sinne von § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.V.m. § 4 MaKonV?	140
(4) Aktienleerverkäufe und Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG: Ergebnis 142	
4. Zusammenfassende Betrachtung des in Deutschland nach der Finanzmarktkrise verfolgten Regulierungsansatzes	142
III. Beschränkungen von Aktienleerverkäufen durch europäisches Sekundärrecht	144

A. Die Regulierung von Aktienleerverkäufen durch die europäische Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012	144
1. Inhalt und Anwendungsbereich.....	146
2. Transparenzvorschriften.....	147
a) Meldeschwellen.....	147
b) Meldepflichtige Personen und Berechnung von Netto- Leerverkaufspositionen 148	
(1) Berechnungsregeln für Organisationseinheiten.....	150
(2) Berechnungsregeln im Konzern	151
c) Technische Durchführung von Meldungen/ Offenlegungen.....	152
3. Die Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe.....	153
a) Anwendungsbereich	154
b) Begriffsdefinitionen („Leerverkauf“ und „Eigentum“).....	154
(1) Ausschlussstatbestände (Kein Vorliegen eines Leerverkaufs).....	156
c) Zulässigkeit gedeckter Aktienleerverkäufe.....	158
(1) Wertpapierleihe oder rechtlich gleichwertiges Geschäft.....	159
(2) Leihvereinbarung oder unbedingt durchsetzbarer Übertragungsanspruch...	159
(3) Lokalisierung von Wertpapieren durch Dritte („Locate- Agreement“).....	161
(a) Für eine Lokalisierungszusage taugliche Personen	162
(b) Art der Lokalisierung.....	163
4. Ausnahmetatbestände für „Exempted Shares“, für Market- Maker, sowie für Primärmarktstätigkeiten.....	164
5. Rechtsfolgen von Verstößen gegen das Verbot ungedeckter Leerverkäufe sowie gegen Melde- und Offenlegungspflichten.....	168
a) Ordnungswidrigkeitenrecht.....	168
(1) Verstöße gegen die Melde- und Offenlegungspflichten der Verordnung (EU) 236/2012.....	168
(2) Verstöße gegen die Leerverkaufsverbote der Verordnung (EU) 236/2012 und gegen Anordnung der BaFin	169
b) Zivilrechtliche Folgen und Sanktionen	170
(1) Nichtigkeit ungedeckter Aktienleerverkäufe gemäß Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 i.V.m. § 134 BGB?	171
(2) Missachtung der Anordnungen der Verordnung (EU) 236/2012 als Verstoß gegen ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB	175
6. Zwangseindeckungsverfahren.....	178
7. Eingriffsbefugnisse nationaler Marktaufsichtsbehörden und der europäischen Marktaufsicht <i>European Securities and Markets Authority (ESMA)</i>	180
a) Die Befugnisse der nationalen Marktaufsichtsbehörden.....	181
(1) Anordnung zusätzlicher Melde- und Offenlegungspflichten im Einzelfall..	181

(2) Meldepflichten von Verleihern in Ausnahmesituationen gemäß Art. 19 Verordnung (EU) 236/2012	182
(3) Beschränkung von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012.....	183
(4) Beschränkung von Leerverkäufen bei signifikanten Kursverlusten gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012	184
(5) Ermittlungsbefugnisse nationaler Behörden, Art. 33 Verordnung (EU) 236/2012.....	186
(6) Zusammenarbeit zuständiger Behörden verschiedener Mitgliedsstaaten, mit Drittländern und mit der ESMA, Art. 35 - 37 & 38 Verordnung (EU) 236/2012..	187
b) Die Befugnisse der European Securities and Markets Authority (ESMA)	188
(1) Koordinierende Funktion gemäß Art. 27 Verordnung (EU) 236/2012	189
(2) Eingriffsbefugnis der ESMA gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012...	190
(3) Untersuchungen der ESMA gemäß Art. 31 Verordnung (EU)236/2012	192
8. Die Konkretisierung der Verordnung (EU) 236/2012 mittels Delegierter Verordnungen und Durchführungsverordnungen der Europäischen Kommission	192
a) Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 Verordnung der Kommission vom 29. Juni 2012	192
b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 193	
c) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 der Kommission vom 05. Juli 2012	196
d) Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 Verordnung der Kommission vom 05. Juli 2012.....	199
9. Umsetzung der Verordnung (EU) 236/2012 in Deutschland	199
a) §§ 30h, 39 WpHG	200
b) Netto- Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	202
c) Leerverkaufsanzeigenverordnung (LAnzV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.....	204
10. Die Auswirkungen der Verordnung (EU) 236/2012 auf die EU Finanzmärkte: Einschätzung der Leerverlaufsverordnung durch die Europäische Kommission und die ESMA 206	
a) Berichte der ESMA und der EU-Kommission	206
(1) Meldepflichten hinsichtlich Leerverkaufspositionen in Aktien und Kalkulation von Netto-Short- Positionen	207
(2) Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe in Aktien	209
(a) Auswirkungen der Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe auf die Wertpapierleihemärkte der EU.....	209
(b) Auswirkungen der Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe auf das Auftreten von Lieferversagen.....	210
(3) Auswirkung der Zwangseindeckungsvorschrift (Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 auf die Erfüllungsdisziplin von Wertpapierverkäufern.....	211

(4) Zweckmäßigkeit der Ausnahmegvorschrift des Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 (Ausnahme für Aktien, deren Haupthandelsplatz sich außerhalb der EU befindet)	211
(5) Zweckmäßigkeit der Ausnahmegvorschriften für Markt-Maker.....	212
(6) Zweckmäßigkeit der Eingriffsbefugnisse und Notmaßnahmen der nationalen Aufsichtsbehörden und der ESMA	214
(a) Kurzfristige Leerverkaufsverbote gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012.....	214
(b) Längerfristige Leerverkaufsbeschränkungen gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012	216
(c) Eingriffsbefugnis der ESMA gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012.....	217
(7) Ergebnis des ESMA-Berichts und Einschätzung der EU-Kommission	218
IV. Überprüfung der Verordnung (EU) 236/2012 nach Maßgabe des europäischen Primärrechts	219
A. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Kompetenzzuweisungen der europäischen Verträge.....	219
1. Rechtsgrundlagen der Verordnung (EU) 236/2012.....	219
2. Beachtung des Subsidiaritätsgrundsatzes (Art. 5 Abs. 3 EUV)	222
3. Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgebotes (Art. 5 Abs. 4 EUV)	224
4. Verstößt Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 gegen europäisches Primärrecht? ...	227
a) Nichtigkeitsklage des Königreichs Großbritannien und Nordirlands gegen die in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Eingriffskompetenz der ESMA ...	229
(1) Erster Urteilsgrund: Übertragung politischer Entscheidungskompetenzen auf die ESMA – Verstoß gegen die Meroni-Rechtsprechung des EuGH?.....	229
(a) Erster Urteilsgrund: Kritische Würdigung.....	231
(2) Zweiter Urteilsgrund: Erlass quasi-legislatorischer Maßnahmen durch die ESMA – Verstoß gegen die Romano-Doktrin?.....	236
(a) Zweiter Urteilsgrund: kritische Würdigung.....	237
(3) Dritter Urteilsgrund: Unvereinbarkeit der Übertragung von Eingriffsbefugnissen mit den Art. 290 AEUV und 291 AEUV?	239
(a) Dritter Urteilsgrund: kritische Würdigung.....	240
(4) Vierter Urteilsgrund: Übertragung von Einzelfallkompetenzen auf eine Einrichtung der Union - Verstoß gegen Art. 114 AEUV?	242
(a) Vierter Urteilsgrund: kritische Würdigung.....	244
5. Zwischenergebnis: Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Kompetenzzuweisungen der Europäischen Verträge.....	248
B. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den europäischen Grundfreiheiten	249
1. Kapitalververkehrsfreiheit (Art. 63 AEUV).....	250
a) Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit.....	250

b)	Eingriff in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit.....	251
(1)	Diskriminierung von Marktteilnehmern durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?	252
(2)	Unterschiedslos wirkende Behinderung des freien Kapitalverkehrs durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?	252
2.	Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 AEUV).....	256
a)	Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs der Dienstleistungsfreiheit.....	257
b)	Eingriff in den Schutzbereich der Dienstleistungsfreiheit	259
(1)	Diskriminierung von Marktteilnehmern durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?	259
(2)	Unterschiedslos wirkende Behinderung des freien Dienstleistungsverkehrs durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?	260
3.	Zwischenergebnis zur Prüfung der EU- Grundfreiheiten.....	261
C.	Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Grundrechten der EU- Grundrechtecharta	262
1.	Schutz personenbezogener Daten (Art. 8 GRC)	262
a)	Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs des Art. 8 GRC.....	263
2.	Exkurs: Datenschutz (Art. 16 AEUV).....	264
3.	Berufsfreiheit (Art. 15 GRC)	265
a)	Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs des Art. 15 Abs. 1 GRC.....	265
b)	Eingriff in den Schutzbereich des Art. 15 Abs. 1 GRC	266
c)	Rechtfertigung des Eingriffs in den Schutzbereich des Art. 15 Abs. 1 GRC.....	268
(1)	Wahrung des Gesetzesvorbehalts	268
(2)	Beachtung des Wesensgehaltes des eingeschränkten Grundrechts sowie der Verhältnismäßigkeit	269
d)	Ergebnis zur Berufsfreiheit (Art. 15 GRC)	274
4.	Unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRC).....	274
5.	Eigentumsfreiheit (Art. 17 GRC).....	275
6.	Zwischenergebnis zur Prüfung der EU-Grundrechte	276
D.	Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit europäischem Primärrecht. Ergebnis.....	276
V.	Beurteilung der EU-Leerverkaufsregulierung aus rechtsökonomischer Perspektive	278
A.	Transparenzvorschriften.....	278
B.	Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe	282
VI.	Zusammenfassende Bewertung der EU-Leerverkaufsverordnung und Ausblick	290
A.	Transparenzvorschriften (Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012)	290

B.	Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012	290
C.	Eingriffsbefugnis der ESMA (Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012)	291
D.	Ausblick: Mögliche Angleichung der US-amerikanischen und der europäischen Leerverkaufsgesetzgebung durch das Freihandelsabkommen TTIP	291

Einleitung

Aktienleerverkäufe sind im Verlauf der Finanz- und Bankenkrise 2007- 2009 in den Fokus der Öffentlichkeit und in das Visier der Marktaufsichtsbehörden geraten¹. Durch die Ereignisse der Finanzmarktkrise verstärkte sich die ohnehin latent kritische Wahrnehmung von Aktienleerverkäufen in der Öffentlichkeit als undurchsichtige, sinistere Handelstechnik. Populär waren Leerverkäufe nie: Seit der holländische Kaufmann Isaac Le Maire im Jahr 1609 die ersten Leerverkäufe mit aktienähnlichen Beteiligungspapieren der Niederländischen Ostindien-Kompanie durchführte², genießen Aktienleerverkäufe einen zweifelhaften Ruf. So wurden sie vielfach für Kursstürze und Wirtschaftskrisen in Mithaftung genommen³ oder als marktmanipulative Handelstechnik gebrandmarkt⁴. Im Spätsommer 2008 wurden Leerverkäufer für massive Kursverluste der US- Investmentbanken Lehman Brothers und Bear Stearns verantwortlich gemacht und sogar als „Brandbeschleuniger“ der weltweiten Finanzmarktkrise 2008 geschmäht⁵. Bewiesen wurden diese Vorwürfe allerdings nie⁶.

Ihrem zweifelhaften Ruf zum Trotz spielen Leerverkäufe an den Finanzmärkten eine erhebliche Rolle. Im Jahre 2005 entfielen 23,9 % aller an der NYSE und 31,3 % an der Nasdaq durchgeführten Handelsaktivitäten auf Leerverkaufstransaktionen⁷. Für deutsche Aktienmärkte existieren nach Auskunft der Deutschen Börse derzeit keine Informationen über den Umfang getätigter Aktienleerverkäufe⁸. Die EU- Kommission schätzte im Jahr 2010 den Anteil von Leerverkäufen am europäischen Marktgeschehen als eher gering (1-3%) ein. Diese Einschätzung beruhte allerdings – dies räumte die EU Kommission ausdrücklich ein – auf sehr lückenhaften Daten⁹.

¹ Tyrolt und Bingel, S. 1419.

² van Dillen 2007; Dutch invented short selling in 1609, 2008.

³ Saporito 2008b; Kass 2008; Ryter 2011; Liebscher und Ott 2010, S. 842; Kempf 2009, S. 91 ff.

⁴ Surowiecki 2002; Nölting und Andreas 2008; Branson 2010, S. 5; Ryter 2011; Hundert Jahre Obligationenrecht 2011, S. 28.

⁵ Fuld 2008, S. 9 ff; Sanati 2009; Taibbi 2010; Pekuth 2009; Schluss mit der Zockerei 2010.

⁶ University of Warwick 2015; Fotak et al. 2014b; Byrne 2015; Battalio et al. 2011, S. 12–13.

⁷ Diether et al. 2007, S. 25; Kelly und Tetlock gehen in einer 2014 veröffentlichten Studie davon aus, dass ca. ein Viertel aller Transaktionen am US-Aktienmarkt auf Leerverkäufe entfallen. Vgl. Kelly und Tetlock 2014, S. 1.

⁸ Rottwilm 2010.

⁹ Bei Schätzung der Leerverkaufsumsätze auf Grundlage von Securities-Lending- Daten sei davon auszugehen, dass in der EU nur ca. 1-3% der „Marktkapitalisation“ („market capitalisation“) auf Leerverkäufe entfielen. Bei einer Schätzung der Leerverkaufsumsätze auf Grundlage von zu diesem Zeitpunkt (2010) in einigen EU-Mitgliedsstaaten bestehenden Meldepflichten für Netto-Short-Positionen seien Leerverkäufe auf weniger als 1% des gesamten Aktienkapitals („total share capital“) zu veranschlagen. Vgl. European Commission 2010, S. 13.

Auch wenn Leerverkäufe an den Finanzmärkten eine wichtige Rolle spielen, wird die Lukrativität dieser Handelstechnik von Laien häufig überschätzt. Einem theoretisch unbegrenzten Verlustrisiko, stehen regelmäßig ordentliche, aber nicht exorbitante Renditen gegenüber¹⁰. Leerverkäufe werden in der Regel von Hedefonds getätigt¹¹ aber auch Privatanleger können Leerverkäufe bspw. über online-Broker durchführen¹².

Die Finanzmarktwissenschaft beurteilt Leerverkäufe überwiegend positiv. Nach den Erkenntnissen der empirischen Finanzmarktforschung tragen Leerverkäufe zur Markteffektivität und Marktliquidität bei und können dem Entstehen von Spekulationsblasen entgegenwirken¹³. Die in der Politik häufig geäußerte Annahme, Leerverkäufe destabilisierten die Wertpapiermärkte¹⁴, konnte nur für krisenhafte Ausnahmesituation belegt werden. Die vorliegenden empirischen Untersuchungen weisen eher darauf hin, dass – jedenfalls unter stabilen Marktbedingungen – die positiven Effekte von Leerverkäufen auf das Marktgeschehen überwiegen¹⁵. Weitgehend unbestritten ist allerdings, dass durch den manipulativen Einsatz von ungedeckten Aktienleerverkäufen Marktstörungen hervorgerufen werden können¹⁶.

Die Finanzmarktaufsichtsbehörden der entwickelten Industrienationen pflegen ein ambivalentes Verhältnis zu Leerverkäufen. Einerseits werden die liquiditäts- und informationseffizienzfördernden Eigenschaften von Leerverkäufen ausdrücklich anerkannt¹⁷, andererseits aber auch die Manipulationsanfälligkeit vor allem ungedeckter Leerverkäufe beklagt¹⁸. Aktienleerverkäufe wurden während der Finanzmarktkrise 2008 von den Finanzmarktaufsichtsbehörden der meisten entwickelten Staaten temporär eingeschränkt oder

¹⁰ So ermittelten *Jank* und *Smajlbegovic* im Rahmen einer den Zeitraum 1. November 2012 – 31. Dezember 2014 abdeckenden Studie, dass Hedgefonds mit an europäischen Aktienmärkten durchgeführten Leerverkäufen eine durchschnittliche risikoadjustierte Rendite von 6 Prozent erwirtschafteten. Vgl. Kanning 2015. Allerdings werden auch immer wieder Fälle bekannt, in denen professionelle Investoren mittels Leerverkäufen spektakulär hohe Gewinne realisieren. So verdiente der Hedge-Fonds-Manager John Paulsen im Jahr 2009 mittels Leerverkäufen von Bankaktien ca. 300 Millionen britische Pfund. Vgl. Treanor et al. 2009.

¹¹ Kanning 2015.

¹² Gerth 2011.

¹³ Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2010/2011, S. 154.

¹⁴ Vgl. bspw. Sozialdemokratische Partei Deutschlands 2009, S. 153; Kampeter 2010, S. 1.

¹⁵ Vgl. etwa Beber und Pagano 2013; Lobanova et al. 2010; Boehmer et al. 2013; Boehmer und Wu 2013; Cohen et al. 2007.

¹⁶ European Securities Markets Expert Group 2009a, S. 6; Comerton-Forde und Putniņš 2009, S. 29.

¹⁷ Walter 2010; Financial Services Authority 2002b, S. 4 (Ziffer 1.6); International Organization of Securities Commissions 23.03.2009, S. 2.

¹⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 18.05.2010d, S. (Begründung); U.S. Securities and Exchange Commission 01.10.2008; International Organization of Securities Commissions (Technical Committee) 2009, S. 5,6.

sogar gänzlich untersagt. Die Verbotsverfügungen waren höchst unterschiedlich ausgestaltet: Einige Staaten untersagten lediglich die Durchführung ungedeckter Leerverkäufe, während in anderen Jurisdiktionen auch gedeckte Leerverkäufe temporär verboten wurden. Vielfach wurden Leerverkaufsverbote auf Finanz- und Versicherungstitel beschränkt oder mit Melde- und Offenlegungspflichten für Short-Transaktionen oder für gehaltene Short-Positionen kombiniert¹⁹.

Die Vielgestaltigkeit der im Spätsommer 2008 in zahlreichen Staaten erlassenen sehr unterschiedlichen Verbotsverfügungen hat bei den von den Verfügungen betroffenen, vielfach global agierenden Finanzmarktakteuren für erhebliche Irritationen gesorgt²⁰ und die Notwendigkeit eines möglichst umfassenden, globalen Regulierungsrahmen für Aktienleerverkäufe zu Tage treten lassen. Multinational besetzte Gremien wie die *International Organisation of Securities Commissions (IOSCO)*²¹ oder das *Committee of European Securities Regulators (CESR)*²² haben den Versuch unternommen, globale oder zumindest paneuropäische Regulierungsrahmen zu entwickeln. Der Ansatz der IOSCO²³ erschöpft sich allerdings in der Formulierung sehr allgemeiner Prinzipien und kann daher nur als Ausgangspunkt einer konkreten Regulierung verstanden werden. Das Konzept der CESR²⁴ beschränkt sich auf den Vorschlag, Leerverkäufe umfangreichen Transparenzerfordernissen zu unterwerfen.

Unter dem Eindruck der während der Finanzmarktkrise im Spätsommer 2008 von den nationalen europäischen Aufsichtsbehörden vorgenommenen, divergierenden Leerverkaufsregulierungen erließ der europäische Gesetzgeber am 14. März 2012²⁵ eine Europäische Verordnung, die Aktienleerverkäufe und den Handel mit Credit Default Swaps

¹⁹ Eine Übersicht über die Leerverkaufsbeschränkungen an den wichtigsten Finanzmärkten während der Finanzkrise 2007-2009 bietet: Shearman & Sterling LLP 2010.

²⁰ Committee of European Securities Regulators 2010a, S. 3.

²¹ IOSCO ist ein internationaler Zusammenschluss von Wertpapieraufsichtsbehörden. Siehe: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (Stand: 6.5.2016).

²² Das *Committee of European Securities Regulators* wurde im Jahr 2001 gegründet. Als hochrangig besetzter Ausschuss der europäischen Wertaufsichtsbehörden sollte die CESR die Schaffung eines echten Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen vorantreiben. Die CESR mit Wirkung zum Anfang 2011 in der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde *European Securities and Markets Authority* (ESMA) aufgegangen. Siehe hierzu: Oulds, in: Kümpel und Wittig 2011, S. 1785.

²³ International Organization of Securities Commissions 2009.

²⁴ Committee of European Securities Regulators 2010a.

²⁵ Der Aktienleerverkäufe Transparenzanforderungen unterwerfenden Art. 5 Verordnung (EU) 236/2012 sowie der ungedeckte Aktienleerverkäufe untersagende Artikel 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 waren ab dem 1. November 2012 wirksam. Andere Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung galten bereits ab dem 25. März 2012. Vgl. Art. 48 S. 2 Verordnung (EU) 236/2012.

einem einheitlichen europäischen Regulierungsrahmen unterwirft²⁶. Ziel dieser europäischen Leerverkaufsverordnung ist die Verbesserung der Funktionsweise des Binnenmarkts sowie die Sicherstellung des Verbraucher- und Anlegerschutzes an europäischen Finanzmärkten²⁷.

Auch in den USA wurden Leerverkäufe während und nach der Finanzmarktkrise 2008 neuen Vorschriften unterworfen. Anders als in Europa konnte man in den USA auf eine bereits bestehende Leerverkaufsregulierung aufbauen, so dass keine grundlegende Neuausrichtung der Leerverkaufsgesetzgebung vorgenommen wurde. In den ersten Monaten der Finanzmarktkrise 2008 wurden Aktienleerverkäufe auch in den USA temporär mittels eilig erlassener Notverfügungen (emergency orders) erheblich eingeschränkt. Im Ergebnis setzte sich aber in den USA ein im Wesentlichen auf Transparenz und einer Verbesserung der Erfüllungsdisziplin zielende, behutsame Fortentwicklung der bestehenden Leerverkaufsregulierung durch. Eine moderate Einschränkung von Leerverkäufen erfolgte ansonsten nur mittels der „alternative uptick rule“, die Leerverkäufe bei stark fallenden Kursen unterbindet²⁸.

Diese Arbeit soll einen umfassenden Überblick über die Handelstechnik des Leerverkaufs von ihren Anfängen im 17. Jahrhundert bis in die Gegenwart bieten. Für das Verständnis moderner Leerverkaufsregulierungen ist die Kenntnis der Wirkweise von Leerverkäufen auf den Wertpapierhandel hilfreich, da Gesetzgeber und Marktaufsichtsbehörden stets die Auswirkungen ihres Handelns auf die Wertpapiermärkte zu berücksichtigen haben. Historischen Leerverkaufsregulierungen sind für das Verständnis moderner Leerverkaufsregulierungen insofern von Interesse, als die Erfahrungen vergangener Regulierungsansätze idealerweise in neue Regulierungen einfließen; So hat die US-amerikanische Finanzmarktaufsicht *Securities & Exchange Commission (SEC)* nach der Finanzmarktkrise 2007/2008 mit der „modified uptick rule“ eine Leerverkaufsbeschränkung wiedereingeführt, die in ähnlicher Form bereits im Jahr 1938 erlassen, aber zwischenzeitlich aufgehoben worden war.

Aufgrund der vorstehend skizzierten Marktwirkungen von Aktienleerverkäufen und der reichen Regulierungshistorie von Leerverkäufen beschränkt sich diese Arbeit nicht allein auf

²⁶ Verordnung (EU) 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

²⁷ Vgl. Vorbemerkung 2 Verordnung (EU) 236/2012.

²⁸ Ausführlich zur US-amerikanischen Leerverkaufsregulierung, siehe nachfolgend Abschnitt II.B.

die Darstellung der aktuellen in der Europäischen Union und in den USA zur Anwendung kommenden Leerverkaufsvorschriften. Vielmehr werden auch die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Wertpapiermärkte – insbesondere bezüglich der Liquidität, der Preisfindung und der Volatilität des Wertpapierhandels – und die historische Regulierung dieser Handelstechnik in den USA, in Großbritannien und in Deutschland detailliert dargestellt.

Diese Arbeit gliedert sich in sechs Abschnitte:

Im ersten Abschnitt werden die Funktionsweise, die typischen Einsatzzwecke, die Risiken und die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Wertpapiermärkte vorgestellt. In diesem Zusammenhang wird anhand empirischer Studien die Wirkweise von Aktienleerverkäufen auf die Liquidität, die Informationseffizienz sowie auf die Volatilität von Aktienmärkten und Wertpapierkursen dargestellt.

Der zweite Abschnitt beginnt mit einer Darstellung der historisch ersten Leerverkaufsregulierung in den Niederlanden des 17. Jahrhunderts. Es folgt eine Vorstellung der Leerverkaufsregulierung in den USA; Beginnend mit den ersten, Anfang des 19. Jahrhunderts erlassenen bundesstaatlichen Leerverkaufsbeschränkungen wird ein Bogen zu der jüngsten Leerverkaufsregulierung des *Dodd–Frank Acts* geschlagen. Anschließend werden die britischen und die deutschen Leerverkaufsvorschriften – von ihren Anfänge bis zum Inkrafttreten einer einheitlichen europäischen Leerverkaufsregulierung Ende 2012 – dargestellt.

Der dritte Abschnitt der Arbeit stellt detailliert die im Jahr 2012 in Kraft getretene, außerordentlich umfangreich und komplex ausgestaltete europäische Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012 dar²⁹.

Im vierten Abschnitt wird die europäische Leerverkaufsverordnung auf ihre Vereinbarkeit mit höherrangigem Europarecht – insbesondere mit den Kompetenzzuweisungen der Europäischen Verträge sowie mit den Europäischen Grundfreiheiten und den europäischen Grundrechten – untersucht. In diesem Zusammenhang wird auch die jüngste die EU-

²⁹ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps.

Leerverkaufsverordnung betreffende Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs³⁰ kritisch beleuchtet.

Der fünfte Abschnitt nimmt eine rechtsökonomische Betrachtung der europäischen Leerverkaufsverordnung vor. In diesem Zusammenhang wird untersucht, inwieweit die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 geeignet sind, die Informationseffizienz und Integrität europäischer Wertpapiermärkte zu fördern.

Die Arbeit schließt mit einer abschließenden und zusammenfassenden Bewertung der europäischen Leerverkaufsverordnung und einem Ausblick auf eine mögliche Angleichung der europäischen und der US- amerikanischen Leerverkaufsregulierungen im Rahmen der Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP).

³⁰ EuGH, Urteil vom 22.01.2014 - C-270/12.

I. Begriff, Einsatzzweck und Wirkweise von Aktienleerverkäufen auf die Wertpapiermärkte

Der Erste Abschnitt widmet sich – nach Ausführungen zu Begrifflichkeit, Einsatz, Funktion und Risiken von Leerverkäufen – schwerpunktmäßig den Auswirkungen, die Leerverkäufe auf die Liquidität, die Informationseffizienz und die Volatilität von Aktienmärkten und Wertpapierkursen haben.

A. Begriffsdefinition „Leerverkauf“

Der Begriff „Leerverkauf“ ist weder in der wirtschaftswissenschaftlichen oder juristischen Literatur, noch in der internationalen Regulierungspraxis einheitlich definiert³¹. Finanzmarktaufsichten, Gesetzgeber, internationale Organisationen und Wissenschaftler haben sich an einer solchen Begriffsdefinition versucht und sind zu recht unterschiedlichen Ergebnissen gelangt. Eine allgemeinverbindliche Definition des Begriffs „Leerverkauf“ existiert folglich nicht³².

Eine vor allem in angelsächsischen Raum anzutreffende Definition beschreibt den Leerverkauf als einen Verkauf von Wertpapieren, die im Zeitpunkt des Verkaufs nicht im Eigentum des Verkäufers stehen³³. Diese Definition greift aber insofern zu kurz, als sie solche Transaktionen nicht erfasst, bei denen die verkauften Wertpapiere sich zwar im Eigentum des Verkäufers befinden, die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise aber gleichwohl als Leerverkäufe zu werten sind: Etwa, wenn der Leerverkäufer Aktien verkauft, bei denen die durch das Verpflichtungsgeschäft begründete Lieferverpflichtung mittels einer im Wege eines Wertpapierdarlehens beschaffter Wertpapiere erfüllt werden³⁴.

Im Anwendungsbereich des deutschen Rechts sind Leerverkäufe zivilrechtlich getrachtet gewöhnliche Kaufverträge. Der Leerverkäufer verpflichtet sich gemäß § 433 Abs. 1 BGB

³¹ Tyrolt und Bingel, S. S.1419.

³² International Organization of Securities Commissions 2009, S. 7.

³³ Für die englische Markt- und Regulierungspraxis vgl. Financial Services Authority 2009a, S. 6: *“Although a short sale is not a legally defined term in the UK, market participants generally understand that it is the sale of a security that the seller does not own”*; Für die US- amerikanische Regulierungspraxis vgl. Regulation SHO, SEC Rule 200 (17 C.F.R. § 242.200): *“The term short sale shall mean any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller”*.

³⁴ Laurer, S. 982.

dem Wertpapierkäufer das Eigentum an dem verkauften Wertpapier zu verschaffen, während letzterer den geschuldeten Kaufpreis zu zahlen und die Kaufsache – das Wertpapier – abzunehmen hat³⁵. Der Leerverkäufer besorgt sich im Falle eines gedeckten Leerverkaufs die leer verkauften Wertpapiere vor Eingehung des Verpflichtungsgeschäfts von einem Dritten mittels eines Wertpapierdarlehens³⁶ oder aber er erwirbt die Wertpapiere erst nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts (ungedeckter Leerverkauf). Um die aus dem Leerverkauf bzw. aus dem Wertpapierdarlehen resultierenden Vertragspflichten – die Lieferung bzw. Rückgabe der leerverkauften Wertpapiere – zu erfüllen, muss der Leerverkäufer folglich einen Aktienkauf tätigen (Eindeckungsgeschäft). In der wissenschaftlichen Literatur wird daher vorgeschlagen, den Leerverkauf unabhängig von der rechtlichen Stellung des Verkäufers als „Eigentümer“ oder „Besitzer“ der verkauften Wertpapiere zu definieren. Ausschlaggebend soll vielmehr eine ökonomische Betrachtungsweise sein, wonach ein Aktienleerverkauf dann vorliegt, wenn dem Leerverkäufer nach dem Wertpapierverkauf eine offene wertveritable Verbindlichkeit in Aktien verbleibt³⁷.

Mit Wirksamkeit der Verordnung (EU) Nr. 236/2012³⁸ gilt seit Ende des Jahres 2012 an europäischen Wertpapiermärkten die Leerverkaufsdefinition des Art. 2 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012. Danach ist ein Leerverkauf im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten ein „*Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien oder Schuldinstrumente geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern.*“

Ausgenommen von der vorstehenden Begriffsdefinition sind Rückkaufvereinbarungen, Wertpapierleihgeschäfte sowie Termin- und Derivatekontrakte über den Verkauf von Wertpapieren zu einem bestimmten Kurs zu einem künftigen Zeitpunkt³⁹. Eine Konkretisierung des für Art. 2 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 zentralen Begriffs

³⁵ Laurer, S. 981.

³⁶ Gedeckte Leerverkäufe werden in Deutschland regelmäßig mittels eines zuvor abgeschlossenen Wertpapierdarlehens (§607 BGB) gedeckt. Möglich sind aber auch andere Deckungsgeschäfte, wie bspw. Wertpapierpensionsgeschäfte.

³⁷ Laurer, S. S.982; zustimmend Tyrolt und Bingel, S. 1419; Trüg, S. 3203.

³⁸ Artikel 2 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 ist seit dem 1. November 2012 wirksam. Andere Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung galten bereits ab dem 25. März 2012. Vgl. Art. 48 S. 2 Verordnung (EU) 236/2012.

³⁹ Vgl. Art. 2 Abs. 2 b) i)- iii) Verordnung (EU) 236/2012.

„Eigentum“ sowie eine Herausnahme bestimmter Verkaufsgeschäfte aus der Leerverkaufsdefinition des Art. 2 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 erfolgt durch Art. 3 der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012⁴⁰.

Dieser Arbeit liegt – soweit nicht anders vermerkt – die vorstehende Leerverkaufsdefinition gemäß Art. 2 Abs. 2 b) Verordnung (EU) 236/2012 zugrunde. Soweit von „ungedeckten Leerverkäufen“ die Rede ist, gilt die vorstehende Definition des Art. 2 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 mit der Maßgabe, dass sich der Wertpapierverkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die veräußerten Aktien oder Schuldinstrumente weder geliehen, noch durch eine sonstige Vereinbarung vorab besorgt/gesichert hat.

Bei einem gedeckten Aktienleerverkauf beschafft sich der Leerverkäufer die verkauften Aktien vor der Durchführung des Leerverkaufs regelmäßig im Wege eines Wertpapierdarlehens von einem anderen Marktteilnehmer und verkauft die entliehenen Wertpapiere sofort zum aktuellen Marktpreis weiter. Sinkt nachfolgend der Kurs des leer verkauften Wertpapiers, kann sich der Leerverkäufer zu einem günstigeren Preis mit den zuvor entliehenen Aktien eindecken und diese an den Entleiher zurückgeben⁴¹. Die Differenz zwischen dem durch den Leerverkauf erzielten Verkaufspreis und dem günstigeren

⁴⁰ Vgl. Art. 3 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012:

(1) „Zur Bestimmung des Begriffs „Leerverkauf“ wird die Festlegung, ob eine natürliche oder juristische Person als Eigentümerin eines Finanzinstruments angesehen wird, wenn dieses einen rechtlichen und einen wirtschaftlichen Eigentümer hat - soweit relevant - nach dem für den jeweiligen Leerverkauf dieser Aktie oder dieses Schuldinstruments geltenden Recht getroffen. Sind natürliche oder juristische Personen die wirtschaftlichen Eigentümer einer Aktie oder eines Schuldinstruments, wird als Eigentümer dieser Aktie oder dieses Schuldinstruments der an letzter Stelle stehende wirtschaftliche Eigentümer betrachtet, was auch in Fällen gilt, in denen die Aktie oder das Schuldinstrument von einem Treuhänder gehalten wird. Für die Zwecke dieses Artikels ist der wirtschaftliche Eigentümer der Anleger, der das mit dem Erwerb eines Finanzinstruments verbundene wirtschaftliche Risiko trägt.

(2) Für die Zwecke des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe b Ziffern i, ii und iii der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 schließt ein „Leerverkauf“ im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe b der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 Folgendes aus:

a) den Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Rahmen einer Wertpapierleihe oder eines Repo-Geschäfts übertragen worden sind, sofern die Wertpapiere entweder zurückgegeben werden oder die übertragende Partei die Wertpapiere zurückfordert, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann,
b) den Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die das Finanzinstrument vor dem Verkauf erworben, zum Zeitpunkt des Verkaufs aber nicht empfangen hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert wird, der die fälligkeitsgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet,
c) den Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die eine Option oder einen ähnlichen Anspruch auf dieses Finanzinstrument ausgeübt hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert wird, der die fälligkeitsgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet.“

⁴¹ Der Begriff „Wertpapierleihe“ ist nicht rechtstechnisch im Sinne des § 598 BGB zu verstehen: Es wird nicht die stückgleiche/ identische Rückgabe der entliehenen Wertpapiere, sondern lediglich die Rückgabe von Wertpapieren der gleichen Art, Menge und Güte geschuldet. Rechtstechnisch handelt es sich bei der Wertpapierleihe um ein Sachdarlehen gemäß § 607 BGB. Der irreführende Begriff der „Wertpapierleihe“ lehnt sich an das anglo- amerikanische Rechtsinstitut des „securities lending“ an. Vergleiche: Schwintowski 2014, S. 20, Rdn. 1, 15-16.

Eindeckungspreis stellt – abzüglich der anfallenden Leih- und Brokerkosten – den Gewinn des Leerverkäufers dar.

Bei einem ungedeckten Leerverkauf, verkauft der Leerverkäufer Aktien, ohne diese zuvor mittels einer Wertpapierleihe oder einer vergleichbaren Vereinbarung zu beschaffen. Er nutzt die an Börsen regelmäßig zwei bis drei Handelstage betragene Erfüllungsfrist aus, um sich die leer verkauften Wertpapiere zu beschaffen⁴². Dadurch entfallen für den Leerverkäufer die Kosten der Wertpapierleihe. Allerdings besteht bei ungedeckten Leerverkäufen das Risiko, dass die leer verkauften Wertpapiere nicht rechtzeitig geliefert werden können und dass mehr Wertpapiere leer verkauft werden, als am Markt überhaupt zur Verfügung stehen⁴³.

B. Einsatz, Funktion und Risiken von Leerverkäufen

Mittels Leerverkäufen können Investoren auf fallende Aktienkurse, Währungskurse und Warenpreise spekulieren. Sie eignen sich aber auch zur Absicherung („Hedging“) von Aktienkursen, Verpflichtungen aus Future- und Optionsgeschäften sowie für Arbitrage-Strategien⁴⁴. Short-Strategien werden vor allem von institutionellen Anlegern eingesetzt – sowohl zum Zweck spekulativer Gewinnerzielung, als auch im Rahmen von Absicherungsgeschäften⁴⁵. Privatanleger können Leerverkäufe relativ unkompliziert über Online- Broker durchführen⁴⁶.

Short-Strategien können nicht allein durch den Verkauf von Wertpapieren an Kassamärkten umgesetzt werden. Short-Positionen können auch mittels Derivaten eingegangen werden: So kann mit Futures, Optionen, Spread Bets, CFDs und Total- Return- Swaps (bezogen auf individuelle Aktientitel oder auch auf Indizes) auf Preisrückgänge in Aktien, Staatsanleihen oder Rohstoffen spekuliert werden⁴⁷.

⁴² Für die Frankfurter Wertpapierbörse (Erfüllungsfrist 2 Tage nach dem Tag des Vertragsschlusses) vgl. Frankfurter Wertpapierbörse Stand: 2015, § 4 Abs. 1.

⁴³ So hatten im Jahr 2008 im zeitlichen Zusammenhang mit der versuchten Übernahme des VW-Konzerns durch Porsche Hedgefonds ca. 13% der VW-Aktien leerverkauft. Tatsächlich am Markt verfügbar waren aber nur ca. 6% der VW-Aktien. Dies führte zu einem so genannten „short squeeze“ und der Kurs der VW-Aktie schnellte kurzzeitig auf mehr als 1000 EUR empor. Vgl. Slegers 2010.

⁴⁴ Arlt 2004, S. 93; European Commission 2010, S. 10.

⁴⁵ Szalay 2008.

⁴⁶ So bieten bspw. die Consorsbank oder die Lynx B.V. Privatanlegern die Durchführung von Aktienleerverkäufen an. Vgl. <https://www.consorsbank.de/ev/Wertpapierhandel/Depot-Software/Trading-bei-der-Consorsbank/Leerverkaeufe> (Stand: 16.05.2016) sowie <https://www.lynxbroker.de/wertpapierdepot/leerverkauf> (Stand: 16.05.2016).

⁴⁷ Financial Services Authority 2009a, S. 7.

Während Long-Positionen im ungünstigsten Fall um 100% fallen können, so dass das eingesetzte Kapital vollständig verloren geht, können Short-Positionen zu theoretisch unbegrenzten Verlusten führen. Wenn nämlich der Kurs des leer verkauften Wertpapiers entgegen den Erwartungen des Leerverkäufers stark steigt – dies geschah bspw. im Rahmen der missglückten Übernahme der VW-AG durch den Autobauer Porsche bei der VW-Aktie – müssen Leerverkäufer ihre Short-Positionen häufig zu Kursen glatt stellen, die ein vielfaches über dem Kurs liegen, zu dem die Short-Position eröffnet wurde⁴⁸. Leerverkäufe sind daher eine hoch spekulative und risikoreiche Investmentstrategie, die nur von erfahrenen Privatanlegern eingesetzt werden sollte.

C. Die Wirkweise von Aktienleerverkäufen am Wertpapiermarkt

Die empirische Finanzmarktforschung hat sich in den vergangenen Jahren intensiv mit den Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf den Wertpapiermarkt befasst. Der Fokus des wissenschaftlichen Interesses lag dabei auf der Frage, inwieweit Aktienleerverkäufe die Liquidität und Informationseffizienz des Aktienhandels beeinflussen. Zudem wurde erforscht, inwieweit sich Leerverkäufe bzw. Leerverkaufsverbote auf die Volatilität von Aktienkursen auswirken. Entsprechend der vorstehend genannten Schwerpunktsetzung der empirischen Finanzmarktforschung werden in diesem Abschnitt der Arbeit die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Liquidität, die Preiseffizienz und die Volatilität von Aktien und Aktienmärkten dargestellt.

1. Aktienleerverkäufe und Marktliquidität

Liquidität bezeichnet die Geldnähe von Vermögensobjekten⁴⁹: Ein liquides Vermögensobjekt kann schnell und ohne Wertverlust in Geld umgetauscht werden⁵⁰. Ein Wertpapiermarkt ist perfekt liquide, wenn an ihm Wertpapiere jederzeit in jeder Menge ohne Auf- oder Abschläge vom marktgerechten Kurs gehandelt werden können⁵¹. Liquidität gilt als das wichtigste Qualitätsmerkmal funktionierender Wertpapiermärkte; Ein liquider Wertpapierhandel zeichnet sich durch geringe Transaktionskosten und eine effiziente Preisfindung aus. Auf

⁴⁸ Zu dem im Rahmen der gescheiterten VW-Übernahme aufgetretenen „short squeeze“, der den Kurs der VW-Aktie kurzzeitig auf mehr als 1000 EUR emporschnellen ließ vgl. Slegers 2010.

⁴⁹ Kempf 1999, S. 7–9.

⁵⁰ Keynes 1930, S. 67; Kempf 1999, S. 7–8.

⁵¹ Schiereck 1995, S. 24; Amihud und Mendelson, S. S 19: “An asset is liquid if it can be traded at the prevailing market price quickly and at low cost”..

diese Weise trägt ein liquider Wertpapierhandel auch zu einer Senkung der Kapitalbeschaffungskosten der sich am Wertpapiermarkt finanzierenden Unternehmen bei⁵².

a) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Liquidität an Wertpapiermärkten

Die Liquidität des Wertpapierhandels ist nicht direkt messbar. Ein befriedigendes Konzept zur Bestimmung von Marktliquidität existiert bis heute nicht⁵³. Empirische Studien, die sich mit Liquiditätsmessungen von Wertpapieren befassen, behelfen sich mit der Untersuchung von Parametern, die als Liquiditätsindikatoren gelten⁵⁴. Gelegentlich wird das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen einer Aktie über einen bestimmten Zeitraum als Liquiditätsmesser verwendet⁵⁵; Je höher das Handelsvolumen einer Aktie innerhalb eines definierten Zeitraums, desto liquider ist sie. Eine verfeinerte Abwandlung dieses Liquiditätsindikators ist der Quotient aus Handelsvolumen und Börsenkapitalisierung eines Wertpapiers⁵⁶. Ein weiterer, häufig zur Bestimmung der Liquidität von Wertpapieren herangezogener Indikator ist der Bid- Ask Spread (Geld- Brief-Spanne)⁵⁷, der namentlich an nach dem Market- Making-Prinzip organisierten Börsen aussagekräftig ist⁵⁸. Der Bid- Ask- Spread bezeichnet die indirekten Transaktionskosten, die bei sofortiger Ausführung einer „kleinen“⁵⁹ Kauf- oder Verkaufsauftrag entstehen⁶⁰. Dabei gilt: Je geringer der Bid- Ask- Spread, desto liquider ist ein Wertpapier. Die Deutsche Börse AG misst die Liquidität im elektronischen Wertpapierhandel XETRA mithilfe des „Market Impact“, der auch die durch die Ausführung des Auftrages

⁵² Kesselring 2006; Gomber und Schweickert.

⁵³ Oesterhelweg und Schiereck, S. 397; Fernandez 1999, S. 7.

⁵⁴ Einen Überblick über gebräuchliche Indikatoren zur Messung von Liquidität in Aktienmärkten findet sich bei Ross, S. 7–8 sowie bei Oesterhelweg und Schiereck, S. 392 ff.

⁵⁵ Kesselring 2006; Datar et al., S. 204–205; Eckbo und Norli 2002, S. 7.

⁵⁶ Freihube et al., S. 12.

⁵⁷ Gomber et al. 2002, S. 1; Amihud und Mendelson 1986, S. 223.

⁵⁸ Wertpapierbörsen können nach dem Auktionsprinzip, dem Market- Maker Prinzip oder nach einer Kombination der beiden erstgenannten Prinzipien organisiert sein. Beim Market- Maker Prinzip stellen Börsenmakler (NYSE: Market Maker oder Specialists/ FWB: Kursmakler) verbindliche Kauf- und Verkaufskurse (Briefkurs/ Geldkurs oder Bid/ Ask), zu denen sie bereit sind, Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen. Die Differenz zwischen dem höheren Briefkurs und dem niedrigeren Geldkurs nennt sich „Geld- Brief- Spanne“ oder „Bid-Ask- Spread“. Beim Auktionsprinzip werden dagegen unter Verzicht von Market Maker die Aufträge der Käufer und Verkäufer unmittelbar zum Ausgleich gebracht. Der Vorteil des Markt- Maker- Systems liegt in einer überlegenen Liquidität, der des Auktionsprinzips in günstigeren Transaktionskosten. Näheres hierzu siehe: Gerke und Rapp, S. 7 ff.

⁵⁹ „Kleine“ Order sind solche Order, die zu den besten am Markt verfügbaren Geld- oder Briefkursen ausgeführt werden können. Große Orders institutioneller Investoren können oftmals nicht zu den besten Geld- bzw. Briefkursen ausgeführt werden, da deren Auftragsvolumina die quotierten Volumina der besten Brief- bzw. Geldkurse übersteigen. Bei solch großvolumigen Orders fallen im Regelfall höhere Transaktionskosten an: Diese berechnen sich aus dem volumengewichteten Durchschnitt der Preislimits sämtlicher Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, die zur Abwicklung der Order abgeschlossen werden müssen. Vgl. Gomber et al. 2002, S. 2.

⁶⁰ Gomber et al. 2002, S. 1.

selbst verursachten Preisveränderungen einbezieht⁶¹. Häufig werden zum Zweck der Liquiditätsmessung auch mehrere Liquiditätsparameter kombiniert zur Anwendung gebracht⁶².

b) Die Bedeutung von Liquidität für die Wertpapiermärkte

Heute ist allgemein anerkannt, dass die Liquidität ein entscheidendes Qualitätsmerkmal von Wertpapiermärkten ist⁶³. Für Investoren ist nicht allein die mittel- oder langfristig realisierbare Rendite eines Anlageobjektes entscheidend, sondern auch der Wert, der bei kurzfristiger Liquidierung der Anlage erzielbar ist⁶⁴. Diese Überlegung gilt insbesondere für institutionelle Investoren⁶⁵. *Handa* fasst diese Erkenntnis in den prägnanten Ausspruch: „Investors want three things from the market: liquidity, liquidity and liquidity“⁶⁶. Die Präferenz für liquide Anlagen verstärkt sich in Zeiten erhöhter Volatilität, in denen häufig Umschichtungen von weniger liquiden in stärker liquide Anlagen erfolgen (so genannter „flight to liquidity“)⁶⁷.

In der neueren wirtschaftswissenschaftlichen Literatur und in der Börsenpraxis wird Liquidität daher als wohl wichtigster Faktor effizienter Wertpapiermärkte betrachtet⁶⁸. Liquidität ermöglicht den kostengünstigen Handel mit Wertpapieren; Je kostengünstiger der Handel, desto mehr Investoren beteiligen sich an ihn. Auch Analysten befassen sich vorwiegend mit besonders rege gehandelten, liquiden Wertpapieren. Der rege Handel und die intensive Analyse von Wertpapieren führen zu einer schnellen Einpreisung kursrelevanter Informationen in die Wertpapierkurse⁶⁹. Sinkt dagegen die Liquidität, geht aufgrund der steigenden Handelskosten auch der Handel zurück und die Geschwindigkeit der Informationseinspeisung nimmt ab. Zudem können einzelne Transaktionen erhebliche

⁶¹ Das Liquiditätsmaß „Market Impact“ setzt sich zusammen aus der Summe der Liquiditätspämie (die Hälfte der Geld- Brief Spanne) und der „Adversen Preisbewegung“ (Preisveränderung die durch die Ausführung des Auftrags selbst ausgelöst wird). Einzelheiten hierzu siehe: Gomber und Schweickert, S. 485 ff; Kaserer und Stange

⁶² So untersuchen Butler et al Liquidität anhand von acht Variablen. Vergleiche Butler et al.

⁶³ Datar et al., S. S.203–204; Schiereck 1995, S. 90–93; Theissen, S. 225; Oesterhelweg und Schiereck, S. 390; Vgl. auch *Zulauf*, der Liquidität als das „Blut der Börse“ bezeichnet: Zulauf 2013.

⁶⁴ Crockett 2008, S. 15

⁶⁵ Kempf 1999, S. 2

⁶⁶ Handa und Schwartz, S. 44

⁶⁷ Näher zu dem Phänomen des „flight to liquidity“ vgl. Longstaff, S. 2.

⁶⁸ Vgl. etwa Gärtner, S. 7 m.w.N.; Gomber und Schweickert, S. 485.

⁶⁹ Barber et al. 1994 (Winter), S. 291.

Kursbewegungen auslösen (so genannter „market impact“)⁷⁰. Liquidität ist damit eine Grundvoraussetzung preiseffizienter Wertpapiermärkte. Empirische Studien haben vielfach die Bedeutung von Liquidität für die effektive Preisung und Wertpapieren und die Vermeidung von Preisverzerrungen nachgewiesen⁷¹.

(1) Aktienliquidität und Transaktionskosten

Die Liquidität eines Wertpapiers bestimmt die Höhe der mit dem Handel des Wertpapiers verbundenen impliziten Transaktionskosten⁷². Je liquider ein Wertpapier, desto geringer sind regelmäßig auch die impliziten Transaktionskosten. Illiquide Wertpapiere unterliegen einer größeren Kursunsicherheit als liquide Wertpapiere. Dieses Kursrisiko lassen sich Market Maker durch erhöhte Risikoaufschläge vergüten, was wiederum zu erhöhten impliziten Handelskosten führt⁷³. Aufgrund der höheren Transaktionskosten sowie des Liquiditätsrisikos⁷⁴ illiquider Wertpapiere meiden Investoren diese entweder, oder sie koppeln ihre Investitionsentscheidung an eine erhöhte Renditeerwartung, was wiederum die Kapitalaufnahme der betroffenen Unternehmen erschwert⁷⁵.

(2) Aktienliquidität und Kapitalbeschaffungskosten

Aktiengesellschaften, deren Aktien eine hohe Liquidität aufweisen, müssen geringere Kapitalkosten aufwenden, als solche, deren Aktien weniger liquide sind⁷⁶. Dies gilt sowohl hinsichtlich Eigen-, wie auch hinsichtlich Fremdkapitalkosten⁷⁷. Die Beschaffung von Eigenkapital ist für Gesellschaften, deren Aktien besonders liquide sind günstig, weil mit zunehmender Liquidität auch der Wert einer Anlage steigt, während die Renditeerwartung der

⁷⁰ O' Hara 2004, S. 5; Hess 23.03.07.

⁷¹ Sadka und Scherbina 2004; Chordia et al. 2006, S. 21–22; Muranaga; Goa 2009.

⁷² Die Differenz zwischen dem tatsächlich erzielbaren Kauf- oder Verkaufspreis und dem theoretischen Marktwert eines Wertpapiers stellt die impliziten Transaktionskosten eines Wertpapiers dar. Explizite Transaktionskosten sind dagegen die beim Wertpapierhandel anfallenden Kosten der Geschäftsabwicklung (Bankgebühren/ Brokergebühren/ Provisionen/ Steuern). Vergleiche: Gomber und Schweickert.

⁷³ Sai und Tadinac 2009, S. 1; Vogt und Liebing 2012.

⁷⁴ Der Begriff „Liquiditätsrisiko“ ist in den Wirtschaftswissenschaften mit mehreren Bedeutungen belegt. In dieser Arbeit wird die Begriffsdefinition von Shams et al. verwendet: Das Liquiditätsrisiko ist das Risiko, aufgrund zeitvariabler Liquiditätskosten Verluste zu erleiden. Illiquidität manifestiert sich in den Kosten der sofortigen Orderausführung. Vergleiche: Shams et al. 2011, S. 11.

⁷⁵ Deutsche Börse AG 2011, S. 1; Datar et al. 1998, S. 203–204.

⁷⁶ Kapitalkosten sind die Kosten, die für die Beschaffung und Nutzung von Kapital entstehen. In der Regel hängt die Höhe von Kapitalkosten von dem Risiko der Anlage und der Renditeerwartung der Kapitalgeber ab.

⁷⁷ Eigenkapitalkosten sind Kosten, die durch die Befriedigung der von den Eigenkapitalgebern (bspw. Aktionäre einer Aktiengesellschaft) erwarteten Rendite (Kapitalrendite) entstehen Fremdkapitalkosten sind die Kosten, die ein Unternehmen an seine Fremdkapitalgeber leisten muss. Meist handelt es sich hierbei um Zinskosten für Kredite oder Anleihen.

Investoren sinkt⁷⁸. Weist eine Anlage dagegen eine geringe Liquidität auf, so lassen sich Investoren diesen Umstand in der Regel durch das so genannte „liquidity premium“ vergüten, da bei wenig liquiden Anlagen erhöhte Transaktionskosten und das Risiko einer verlustbringenden Liquidierung zur Unzeit einzupreisen sind⁷⁹.

Hinsichtlich Fremdkapitalkosten gilt Vorstehendes entsprechend: Auch Anleihegläubiger berücksichtigen im Rahmen ihrer Investitionsentscheidungen die Liquidität von Anleihen. Bei geringer Liquidität wird regelmäßig eine höhere Verzinsung als bei sehr liquiden Anleihen erwartet⁸⁰.

Eine hohe Liquidität wirkt sich auch bei Kapitalerhöhungen positiv aus: *Buttler, Grullon, Weston* untersuchten in dem Zeitraum 1993- 2000 insgesamt 2387 Kapitalerhöhungen. Sie stellten fest, dass die Platzierungskosten für neu ausgegebene Aktien je nach Liquidität der bereits am Markt gehandelten Aktien erheblich differieren. Platzierungskosten bestehen ganz überwiegend aus den Gebühren der die Kapitalerhöhung begleitenden Banken⁸¹. Diese Gebühren lagen bei den durch die Studie untersuchten Kapitalerhöhungen bei sehr liquiden Aktien durchschnittlich um 22,3% niedriger, als bei illiquiden Aktien. Bei besonders umfangreichen Kapitalerhöhungen verstärkte sich dieser Effekt. Auch der Zeitraum, innerhalb dessen Kapitalerhöhungen durchgeführt wurden, lag bei besonders liquiden Aktien durchschnittlich 50% unterhalb des für besonders illiquide Werte benötigten Zeitraums⁸². Die Liquidität der bereits am Markt platzierten Aktien beeinflusst damit die Kapitalbeschaffungskosten von Unternehmen. Je liquider die Aktien eines Unternehmens sind, desto kostengünstiger lassen sich weitere Finanzmittel durch Kapitalerhöhungen mobilisieren.

⁷⁸ Vergleiche: Amihud und Mendelson 1986, S. 246; Becker- Blease und Paul 2006, S. 18–19.

⁷⁹ Amihud und Mendelson, S. 21; Pastor und Stambaugh 2003, S. 643–644.

⁸⁰ So wies Longstaff nach, dass liquidity premia den Wert langfristiger US- Schatzanleihen (treasury bonds) um 10%- 15% beeinflussen können. Vgl. Longstaff 2004. Zu dem Zusammenhang von Liquidität und Renditespannen im Anleihemarkt vgl. ferner: Longstaff et al. 2005; Chen et al. 2007; Bao et al. 2011.

⁸¹ Die Gebühren der die Kapitalerhöhung durchführenden Banken stellen mit ca. 76% den größten Anteil der Kosten einer Kapitalerhöhung. Vgl. Butler et al., S. 3.

⁸² Butler et al., S. 4-5 & 21-22.

c) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Liquidität von Wertpapieren

Die im Verlauf der Finanzmarktkrise 2007-2009 in zahlreichen Jurisdiktionen erlassenen temporären Leerverkaufsbeschränkungen- und Verbote nutzte die empirische Finanzmarktforschung zur Erforschung der Auswirkungen derartiger Beschränkungen auf die Liquidität des Aktienhandels, auf die Informationseffizienz und auf die Kursentwicklungen der betroffenen Aktien.

(1) Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis (Beber/ Pagano)

*Beber et al.*⁸³ untersuchen in einer breit angelegten Studie die Auswirkungen der im Verlauf der Finanzmarktkrise 2007-2009 in zahlreichen Jurisdiktionen erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen. Untersucht wurden die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf die Liquidität, die Preisfindung sowie auf die Preisstabilität von Wertpapieren. Erfasst wurden die Marktdaten von 16.491 Wertpapieren aus 30 unterschiedlichen Ländern zwischen dem 1. Januar 2008 und dem 23. Juni 2009. Für jedes Land wurde ermittelt, ob und in welchen Zeiträumen Leerverkaufsbeschränkungen verhängt wurden, auf welche Aktientitel diese Verbote Anwendung fanden und wie die Beschränkungen ausgestaltet waren⁸⁴.

Die Auswirkungen der Leerverkaufsbeschränkungen auf die Liquidität der von den Beschränkungen betroffenen Wertpapiere wird schwerpunktmäßig mittels einer Betrachtung der bid-ask spreads⁸⁵ der von den Leerverkaufsverboten betroffenen Aktientitel ermittelt⁸⁶. *Beber et al.* stellen fest, dass in allen untersuchten Märkten die bid-ask-spreads infolge der durch die Zusammenbrüche der großen US-Investmentbanken *Bear Stearns* und *Lehman Brothers* ausgelösten Marktturbulenzen anstiegen. Diese Spreizung der bid-ask-spreads erfolgte bereits Mitte September 2008 und damit vor Inkrafttreten der ersten Leerverkaufsverbote – sie dürften daher der allgemein angespannten Marktlage geschuldet gewesen sein. Gleichwohl wiesen die untersuchten Aktientitel während der Leerverkaufsverbote durchschnittlich signifikant höhere bid-ask-spreads auf, als in den der

⁸³ Beber und Pagano 2013.

⁸⁴ Beber und Pagano 2013, S. 344.

⁸⁵ Der Bid- Ask- Spread (= Geld-Brief- Spanne) bezeichnet die zwischen dem Briefkurs und dem Geldkurs liegende Differenz. Bid- Ask- Spreads gelten als zuverlässige Indikatoren für die Bestimmung der nicht direkt messbaren Liquidität von Wertpapieren. Je geringer der Bid-Askt-Spread ist, desto liquider ist der Markt. (vgl. vorstehend Abschnitt I.C.1.a)).

⁸⁶ Beber und Pagano 2013, S. 355.

Verbotsphase vorausgehenden und nachfolgenden Zeitabschnitten; So war der Mittelwert der beobachteten bid-ask-spreads während der Verbotszeiträume 2.27-mal größer als in dem den Verbotszeiträumen vorausgehenden Zeitabschnitt. In Kanada, Irland, Italien, dem Vereinigten Königreich und den USA war sogar eine Verdreifachung der bid-ask-spreads während der Verbotszeiträume feststellbar. Die bid-ask-spreads waren während der Verbotsphasen zudem durchschnittlich 1,5-mal größer als in der den Verbotszeiträumen nachfolgenden Phase (postban period)⁸⁷. *Beber et al.* räumen zwar ein, dass die bid-ask-spreads während der Verbotsphasen weltweit wohl auch infolge der volatilen Marktverhältnisse gestiegen seien – und zwar auch bei Aktien, die keinerlei Leerverkaufsbeschränkungen unterworfen waren. Dies könne aber die Annahme, dass Leerverkaufsverbote zu Spreizungen der bid-ask-spreads führten, nicht entkräften; So sei an Märkten, an denen Leerverkaufsverbote nur für ausgewählte Aktientitel verhängt wurden (wie bspw. in den USA) deutlich höhere bid-ask-spreads für von den Leerverkaufsverböten betroffene Aktientitel messbar gewesen als für Aktientitel, die keinen Leerverkaufsverböten unterworfen waren. So stellten *Beber et al.* bei von dem US-Leerverkaufsverbot erfassten Aktientiteln eine Erhöhung der bid-ask-spreads um 243% fest, während sich die bid-ask-spreads bei von dem Leerverkaufsverbot nicht betroffenen Aktientiteln nur um 54% erhöhten⁸⁸. Besonders starke Spreizungen der bid-ask-spreads waren für Aktientitel von Unternehmen mit geringen Börsenwerten (small caps) feststellbar. Dies führen *Beber et al.* auf den Umstand zurück, dass liquidity-provider⁸⁹ small-caps aufgrund der für diese Aktien höheren Handelsrisiken ohnehin meiden. Eine weitere Einschränkung der Handelbarkeit von small caps durch Leerverkaufsverböte vermindere die ohnehin schon geringe Bereitschaft der liquidity-provider, diese Aktientitel zu handeln, was dann zu besonders drastischen Liquiditätseinbußen bei den von Leerverkaufsverböten betroffenen small caps führe⁹⁰.

Auch der Umstand, ob ein Aktientitel am Optionsmarkt gehandelt werden konnte, wirkte sich auf die durch die Leerverkaufsverböte verursachten Spreizungen der bid-ask spreads aus: In Jurisdiktionen, in denen nur ungedeckte Leerverkäufe untersagt waren, fielen die bid-ask-

⁸⁷ Die postban-Phasen wurden allerdings nur für Australien, Kanada, die Niederlande, das Vereinigte Königreich und die USA, da nur diese Staaten ihre Leerverkaufsverböte während des Zeitraums der Studie aufhoben. Vgl. *Beber und Pagano 2013*, S. 357.

⁸⁸ *Beber und Pagano 2013*, S. 357.

⁸⁹ Liquidity provider stellen für bestimmte Wertpapiere kontinuierlich Kauf- und Verkaufsangebote und sorgen so für einen liquiden Wertpapierhandel. Regelmäßig ist eine Registrierung an einem bestimmten Handelsplatz Voraussetzung einer Tätigkeit als liquidity provider. Häufig betätigen sich Großbanken als liquidity provider. Vgl. Euronext.

⁹⁰ *Beber und Pagano 2013*, S. 367–369.

spreads von nicht am Optionsmarkt handelbaren Aktientiteln viermal höher aus, als bei Aktientiteln, die am Optionsmarkt handelbar waren. In Jurisdiktionen, die auch gedeckte Leerverkäufe untersagten, übertrafen die bid-ask-spreads von nicht am Optionsmarkt gehandelten Aktientiteln die von am Optionsmarkt handelbaren Titeln um das Dreifache. *Beber et al.* schließen aus dieser Beobachtung, dass Investoren während der Verbotszeiträume an die nicht von den Leerverkaufsverböten betroffenen Optionsmärkte auswichen. Da die Optionsgeschäfte wiederum durch Leerverkäufe an den Aktienmärkten abgesichert wurden – entsprechende Ausnahmeregelungen für market maker sahen bspw. die in den USA und in Deutschland im Herbst 2008 erlassenen Leerverkaufsverböte vor⁹¹ – wirkten sich die an den Optionsmärkten vorgenommenen synthetischen Leerverkäufe positiv auf die bid-ask-spreads der am Optionsmarkt gehandelten Aktientitel aus⁹².

Zusammenfassend stellen *Beber et al.* fest, dass sich die im Verlauf der Finanzmarktkrise in zahlreichen Jurisdiktionen erlassenen temporären Leerverkaufsverböte negativ auf die Marktliquidität der von den Verböten betroffenen Aktien auswirkten. Dabei erlitten Aktien schwach marktkapitalisierter Unternehmen („small caps“) und überdurchschnittlich volatile Aktientitel die schwersten Liquiditätsverluste⁹³. Allerdings räumen *Beber et al.* ein, dass die während des Untersuchungszeitraums herrschenden außergewöhnlich turbulenten und volatilen Marktverhältnisse zu der Weitung der bid- ask- spreads wohl beigetragen haben werden. Die allgemeine Marktvolilität wurde aber durch die in vielen Jurisdiktionen im Herbst 2008 erlassenen temporären Leerverkaufsbeschränkungen offenbar weiter verstärkt⁹⁴.

(2) The Impact of Short-Sale Restrictions on Volatility, Liquidity, and Market Efficiency: the Evidence from the Short-Sale Ban in the U.S. (Lobanova/ Hamid/ Prakash)

*Lobanova et al.*⁹⁵ untersuchten die Auswirkungen des im September 2008 durch die US-Marktaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) erlassenen Leerverkaufsverbötes für 797 US- amerikanische Finanz- und Versicherungstitel⁹⁶. Dabei wurden die

⁹¹ Für die USA vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 21.09.2008, Ziffer D; Für Deutschland vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 19.09.2008, Nr. 2.

⁹² Beber und Pagano 2013, S. 369–370.

⁹³ Beber und Pagano 2013, S. 379–380.

⁹⁴ Beber und Pagano 2013, S. 356, 380.

⁹⁵ Lobanova et al. 2010.

⁹⁶ U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008a. In der Verbotsverfügung der SEC ist zwar von 799 Aktientiteln die Rede. Tatsächlich betraf die Untersagungsverfügung aber nur 797 Aktientitel.

Auswirkungen dieser Verbotsverfügung auf die Kursvolatilität, auf die Liquidität, sowie auf die allgemeine Markteffizienz der betroffenen Aktientitel untersucht. Die Studie analysiert zentrale Kennzahlen der von der Verbotsverfügung betroffenen Aktientitel, die während des Untersuchungszeitraums sämtlich an der NYSE⁹⁷, der NASDAQ⁹⁸ oder der AMEX⁹⁹ notiert waren¹⁰⁰. Als Liquiditätsindikatoren wurde namentlich die bid-ask-spreads und die Umsatzzahlen der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel untersucht¹⁰¹.

Die Analyse umfasste einen zweiwöchigen Zeitabschnitt vor Inkrafttreten des Leerverkaufsverbotes¹⁰², einen zweiwöchigen Zeitraum während des Leerverkaufsverbotes¹⁰³ sowie einen zweiwöchigen Zeitabschnitt nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes¹⁰⁴. Die so gewonnenen Daten wurden statistisch ausgewertet. Dabei stellten *Lubanova et al.* fest, dass sich die durchschnittlichen bid-ask-spreads der untersuchten Aktientitel während des Leerverkaufsverbotes signifikant weiteten, während die Umsätze der betroffenen Aktientitel abnahmen¹⁰⁵. Die vorstehend dargestellten Veränderungen deuten darauf hin, dass die von dem US-Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel während des Verbotszeitraums erhebliche Liquiditätsverluste zu verzeichnen hatten¹⁰⁶.

⁹⁷ New York Stock Exchange. Die NYSE ist die größte Wertpapierbörse der Welt.

⁹⁸ National Association of Securities Dealers Automated Quotations. Die Nasdaq ist – gemessen an der Zahl der gelisteten Unternehmen – die größte elektronische Börse der USA.

⁹⁹ American Stock Exchange (AMEX). Zwischenzeitlich wurde die AMEX von der NYSE übernommen. Heute firmiert Sie unter dem Namen „NYSE Amex Equities“. Es handelt sich um eine in New York ansässige Wertpapierbörse, die hauptsächlich Optionen und börsennotierte Fonds handelt.

¹⁰⁰ Das finale Sample der Untersuchung enthielt 744 der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktien, da für einige Aktientitel keine ausreichende Daten vorlagen (CRSP- Daten) und 13 weitere Aktientitel während des Untersuchungszeitraums von den Börsen (NYSE/ NASDAQ/ AMEX) genommen wurden (Delisting). Vergleiche: Lobanova et al. 2010, S. 6.

¹⁰¹ Untersucht wurden in diesem Zusammenhang die „quoted bid- ask- spreads“, die „percent quoted spreads“ sowie die „daily returns squared“ der von der Verbotsverfügung betroffenen Aktien. Der „quoted bid- ask- spread“ ist die Differenz zwischen dem höchsten Geldkurs und dem niedrigsten Briefkurs eines Wertpapiers. Der „percent quoted spread“ ist der quoted bid-ask spread dividiert durch den Mittelwert des bid-ask quotes (höchster Geldkurs plus niedrigster Briefkurs dividiert durch 2). Die „daily returns squared“ sind ein gebräuchlicher Volatilitätsindikator, der auch zur Liquiditätsbestimmung herangezogen werden kann; es handelt sich hierbei um die quadrierte tägliche Rendite eines Wertpapiers. Vgl: Lobanova et al. 2010, Table 3: Variables Description.

¹⁰² „pre-ban-period“: 29.8.2008 – 18.9.2008.

¹⁰³ „ban-period“: 19.9.2008 – 8.10.2008.

¹⁰⁴ „post-ban-period“: 9.10.2008– 28.10.2008.

¹⁰⁵ Lobanova et al. 2010, S. 13.

¹⁰⁶ Lobanova et al. 2010, S. 3, 13–14.

(3) Shackling Short Sellers: The 2008 Shorting Ban (Boehmer/ Jones/ Zhang)

*Boehmer et al.*¹⁰⁷ befassen mit den Auswirkungen des von der US- Finanzmarktaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) am 18. September 2008 erlassenen Leerverkaufsverbot, das Aktienleerverkäufe in 797 an US-Märkten gehandelten Finanztiteln temporär untersagte¹⁰⁸. Die Studie untersucht die vom Leerverkaufsverbot betroffenen Aktien auf Preisveränderungen, auf Leerverkaufsvolumina¹⁰⁹ sowie auf einige Liquiditätsparameter¹¹⁰. Untersucht wurden nur solche Aktientitel, die zwischen dem 31. Dezember 2007 und dem 31. Oktober 2008 an der NYSE oder der NASDAQ gelistet waren und für die ausreichend Marktdaten erhoben werden konnten¹¹¹ – im Ergebnis umfasste das Untersuchungs- Sample 727 Aktientitel¹¹². Der Untersuchungszeitraum umfasst schwerpunktmäßig die Handelstage zwischen dem 1. August 2008 und dem 31. Dezember 2008. Die von Leerverkaufsverboten betroffenen Aktientitel werden mit einem Vergleichs-Sample aus ebenfalls 727 Aktien, die keinerlei Leerverkaufs-Verboten unterworfen waren, verglichen. Dabei wurden die Aktien des Vergleichs- Samples so ausgewählt, dass sie mit denen des Untersuchungs- Samples hinsichtlich der Handelsplätze, der Marktkapitalisierung¹¹³, des Handelsvolumens und der Existenz gelisteter Optionen vergleichbar waren¹¹⁴. Beide Vergleichs- Sample wurden anschließend in vier Kategorien, gewichtet nach der Kapitalisierung der betreffenden Aktientitel, unterteilt.

Boehmer et al. stellten zunächst fest, dass infolge des Leerverkaufs-Verbotes vor allem die Leerverkaufsaktivitäten in hoch kapitalisierten Aktientiteln („large-cap stocks“) zurückgingen. Bei diesen „large-cap stocks“ nahm das Leerverkaufsvolumen während des

¹⁰⁷ Boehmer et al. 2013.

¹⁰⁸ U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008a.

¹⁰⁹ Aktienleerverkäufe erfolgten in den von der Verbotsverfügung betroffenen Aktien auch nach Erlass der Verfügung, da Bona-Fide Market Maker von dem Verbot der Verfügung ausgenommen waren. Allerdings reduzierten sich die Leerverkaufsvolumina in den von der Verbotsverfügung betroffenen Aktientiteln ab dem 19. September 2008 drastisch.

¹¹⁰ Bid-Ask- Spread (Effective Spread) / Price Impact.

¹¹¹ Für die untersuchten Aktien mussten trade and quote data für jeden Handelstag vom 1.8.2008 - 31.10.2008 vorliegen und sie mussten zwischen dem dem 31. Dezember 2008 und dem 31. Oktober 2008 permanent an der NYSE oder an der NASDAQ gelistet sein. Zudem wurden nur Standard- Aktien mit den CRSP- Aktiencodes 10 + 11 in das Sample aufgenommen; Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1369.

¹¹² Von den untersuchten 727 Aktien waren 665 von Beginn an dem Leerverkaufsverbot der SEC unterworfen. 62 Aktientitel wurden erst später von dem Leerverkaufsverbot erfasst. Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1369.

¹¹³ Eine Vergleichbarkeit der Marktkapitalisierung der Vergleichspaare musste zum Ende des Jahres 2007 gegeben sein, vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1369.

¹¹⁴ Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1369.

Verbotszeitraums um ca. 77% ab¹¹⁵. Das verbleibende Leerverkaufsvolumen schreiben *Boehmer et al.* den Tätigkeiten registrierter Market- Maker zu¹¹⁶. Bei schwach kapitalisierten Aktientiteln gab es hingegen nur leichte Rückgänge der Leerverkaufsaktivität¹¹⁷. Wahrscheinlich sind diese nur leichten Rückgänge damit zu erklären, dass schwach kapitalisierte Titel auch schon vor dem Verbotszeitraum ganz überwiegend von Market-Makern geshortet wurden und dass dieses market making auch während des Verbotszeitraums zulässig blieb¹¹⁸. Nach Auslaufen des Leerverkaufs-Verbotes am 9. Oktober 2008 verzeichneten vor allem die „large-cap stocks“ einen sprunghaften Anstieg der Leerverkaufsaktivitäten¹¹⁹.

Auch bei den Aktien des Vergleichs- Samples gingen die Leerverkaufsaktivitäten während der Verbotsphase zurück, obgleich diese Aktien nicht dem Leerverkaufsverbot unterworfen waren; So machten Short- Transaktionen vor Inkrafttreten des Leerverkaufsverbotes 18,44% des gesamten Handelsvolumens der im Vergleichs- Sample enthaltenen Aktientitel aus. Während der Verbotsphase fiel dieser Wert auf 16,99% und sank nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes sogar noch weiter auf 16,75% ab. Die während des Versuchszeitraums herrschende instabile Marktlage scheint sich also auch auf die Aktientitel des Vergleichs-Samples, die keinen Leerverkaufsbeschränkungen unterlagen, ausgewirkt zu haben¹²⁰.

Zur Ermittlung der Auswirkungen des Leerverkaufsverbotes auf die Liquidität des Handels in den untersuchten Aktientiteln wurden für sämtliche Aktien der beiden Samples mehrere

¹¹⁵ Während des Leerverkaufsverbotes machten Leerverkauf-Transaktionen bei large-cap stocks nur 6,6% des Handelsvolumens aus. Vor Inkrafttreten und nach Außerkrafttreten des Leerverkaufsverbotes betrug der Anteil von Leerverkäufen am gesamten Handelsvolumen bei large-cap stocks 28,2%. Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1373.

¹¹⁶ So konnten Marktteilnehmer das Leerverkaufsverbot umgehen, indem sie bspw. mittels derivativer Finanzinstrumente Leerverkäufe synthetisch nachbildeten. Zur Absicherung dieser Derivate durften Market Maker auch während des Leerverkaufsverbotes die den Derivaten zugrundeliegenden Aktien leer verkaufen. Derartige Umgehungsgeschäfte sind aber nur eine von mehreren möglichen Erklärungen für die auch während des Leerverkaufsverbotes auftretenden Leerverkäufe, da Market Maker aus vielerlei Gründen Leerverkaufstransaktionen durchführen (bspw. um dem Markt Liquidität zuzuführen). Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1373–1374.

¹¹⁷ Während des Leerverkaufsverbotes machten Leerverkauf-Transaktionen bei small-cap stocks 10,5% des gesamten Handelsvolumens aus. Vor Inkrafttreten und nach Außerkrafttreten des Leerverkaufsverbotes betrug der Anteil von Leerverkäufen am gesamten Handelsvolumen bei small cap- stocks 12,7%. Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1373.

¹¹⁸ Unter Verweis auf den durch das Leerverkaufsverbot unterbundenen Hochfrequenzhandel (algorithmic trading) informeller informeller Market Market Maker, vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1373.

¹¹⁹ *Boehmer et al.* 2013, S. 1376 und Table 2, Figure 1 (S. 1375).

¹²⁰ *Boehmer et al.* 2013, S. 1376.

Liquiditäts- Parameter untersucht¹²¹; So wurden die bid-ask-spreads und die so genannten „five- minute price impacts“ von Kauf- und Verkaufs- Orders gemessen¹²².

Hinsichtlich der bid-ask-spreads ergab sich das folgende Bild: in der Phase unmittelbar vor Inkrafttreten des Leerverkaufsverbotes („preban period“)¹²³ lag der durchschnittliche bid-ask-spread der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientiteln bei 2,78%, während der durchschnittliche bid-ask-spread der Aktien des Vergleichs- Samples bei 2,56% lag¹²⁴. Während des Verbotszeitraums stieg der durchschnittliche bid-ask-spread der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktien auf 4,26%, während der Durchschnitts-spread der Aktien des Vergleichs- Samples auf 3,62% anstieg.

Mittels einer Regressionsanalyse wurden die erhobenen Daten weiter ausgewertet. Dabei zeigte sich Folgendes: Die von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel wiesen durchschnittlich um 35 Basispunkte¹²⁵ größere bid-ask-spreads auf, als die Aktien des Vergleichssamples. Auch die *five-minute price impacts*, also die Kursbewegungen, die durch Kauf- oder Verkaufs- Order ausgelöst werden, lagen bei den von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktien 10 Basispunkte über denen des Vergleichs- Samples¹²⁶. Besonders bei den „large-cap stocks“ waren deutliche Liquiditätsverschlechterungen feststellbar: Bei diesen lag der durchschnittliche bid-ask-spread während des Leerverkaufsverbotes bei 76 Basispunkten, vor Inkrafttreten und nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes dagegen bei nur durchschnittlich 29 Basispunkten. Die nicht von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktien des Vergleichs- Samples wiesen dagegen während der Verbotsphase durchschnittliche spreads von 30 Basispunkten und von 23 Basispunkten vor und nach der Verbotsphase auf¹²⁷. Auch

¹²¹ Liquidität an sich ist weder einheitlich definiert, noch direkt messbar. Es können aber verschiedene Parameter (bspw die Spreads im Aktienhandel oder die Auswirkungen von Orders auf den Aktienkurs („price impact“) gemessen werden, die Rückschlüsse auf die Liquidität des Handels in dem betreffenden Aktientitel erlauben.

¹²² Bei der Ermittlung von *five-minutes- price impacts* wird gemessen, wie stark eine Kauf- oder eine Verkaufs- Order den Kurs des betreffenden Wertpapiers innerhalb der ersten fünf Minuten nach dem Kauf oder Verkauf in die Richtung des Geschäfts treibt. Bei der Ausführung von Kauf-Orders sind eher Kurssteigerungen zu erwarten, während Verkaufs- Orders eher Kursrückgänge zur Folge haben sollten. Je stärker diese Kursveränderungen ausfallen, desto illiquider ist der Handel in dem betreffenden Aktientitel. Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1378-1379 (mit weiteren Hinweisen).

¹²³ Die *preban period* dauerte vom 1. August 2008 bis zum 18. September 2008.

¹²⁴ Diese relativ weiten Spreads führen Boehmer et al. auf den Umstand zurück, dass die Versuchs- Sample relativ viele schwach- kapitalisierte, wenig gehandelte Aktientitel enthielten Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1379

¹²⁵ In Basispunkten wird im Börsenhandel die prozentuale Veränderung eines Wertes gemessen. Ein Basispunkt entspricht 0,01%. 100 Basispunkte entsprechen 1%.

¹²⁶ Boehmer et al. 2013, S. 1379.

¹²⁷ Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1381.

unter Berücksichtigung der zum Untersuchungszeitraum herrschenden Unwägbarkeiten¹²⁸ gehen *Boehmer et al.* davon aus, dass das deutliche Ansteigen der bid-ask-spreads bei den von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel direkt auf das Leerverkaufs-Verbot zurückzuführen ist¹²⁹.

Boehmer et al. vergleichen zudem die während der letzten Woche des Leerverkaufsverbotes beobachteten Liquiditätswerte der untersuchten Aktientitel mit denen der ersten Woche nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes. Die separate Betrachtung dieses zweiwöchigen Zeitraums bot sich insofern an, als diese Phase weniger von potentiell verfälschenden Begleitereignissen geprägt war, als die ersten Tage des Leerverkaufsverbotes¹³⁰. Mittels einer Regressionsanalyse werden auch hier die bid-ask-spreads und die five-minute- price- impacts der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel ausgewertet. *Boehmer et al.* konstatierten zunächst einen schlagartigen Anstieg des Leerverkaufsvolumens; So stieg bei den „large-cap stocks“ in der ersten Woche nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes das Leerverkaufsvolumen um 12,36 Prozentpunkte an. Gleichzeitig verringerten sich bei den „large-cap stocks“ in diesem Zeitraum die effektiven bid-ask-spreads um 17 Basispunkte und auch die price-impacts nahmen nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes signifikant ab¹³¹.

Zusammenfassend führen *Boehmer et al.* die vornehmlich bei stark kapitalisierten Aktientiteln („large-cap stocks“) zwischen dem 18. September 2008 und dem 2. Oktober 2008 gemessenen deutlichen Anstiege der bid-ask-spreads und der price- impacts auf das zu dieser Zeit für US-Aktienmärkte wirksame temporäre Leerverkaufsverbot zurück. Das Leerverkaufsverbot habe informelle Market Maker wie bspw. Hochfrequenzhändler aus dem Markt getrieben und damit den im Markt verbliebenen formellen Market Makern ermöglicht, die bid-ask-spreads zu weiten¹³². Resümierend schreiben *Boehmer et al.* dem temporären Leerverkaufsverbot der SEC eine die Marktqualität erheblich beeinträchtigende Wirkung zu.

¹²⁸ Zu nennen ist in diesem Zusammenhang etwa das Troubled Asset Relief Program (TARP) der US-Regierung, durch das der Finanzsektor stabilisiert wurde.

¹²⁹ *Boehmer et al.* 2013, S. 1381 & 1384.

¹³⁰ So wurde am Tag des Inkrafttretens des Leerverkaufsverbotes auch das *Troubled Asset Relief Program (TARP)* verkündet, mit welchem die US-Regierung systemrelevante Unternehmen des Finanzsektors stützte. Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1393–1394.

¹³¹ Starke Auswirkungen hatte das Auslaufen des Leerverkaufsverbotes vor allem auf stark kapitalisierte Aktientitel. Bei schwach kapitalisierten Aktientiteln wirkte sich das Ende des Leerverkaufsverbotes wenig aus; Hier waren vielfach keine signifikanten Änderungen des Leerverkaufs-Volumens aber auch keine signifikanten Änderungen bei den Spreads oder den Price impacts feststellbar. Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1394.

¹³² Hochfrequenzhändler tragen nach neuen Untersuchungen erheblich zur Liquiditätsversorgung des Aktienmarktes bei. Vgl. etwa *Hendershott et al.* 2011; Ca. 50 % des gesamten Handelsvolumens an US Börsen entfällt auf den Hochfrequenzhandel. Auch Leerverkäufe werden in erheblichem Umfang im Hochfrequenzhandel durchgeführt. Vgl. *Boehmer et al.* 2013, S. 1378 (mit weiteren Nachweisen).

Sie anerkennen allerdings auch, dass das Leerverkaufsverbot angesichts der zu diesem Zeitpunkt extrem volatilen Marktlage und der Gefahr einer weiteren Destabilisierung des Marktes durch missbräuchliche Leerverkäufe erforderlich gewesen sein könnte¹³³.

(4) The Impact of Short Selling Restrictions and Extreme Uncertainty and Order Flow: Evidence from the London Stock Exchange (Clifton/ Michayluk)

*Clifton et al.*¹³⁴ untersuchen die Auswirkungen der im Herbst 2008 von der britischen Finanzmarktaufsicht *Financial Securities Authority (FSA)* eingeführten Leerverkaufsbeschränkungen auf die Qualität des Aktienmarktes der London Stock Exchange (LSE). Die FSA hatte am 19. September 2008 das „Short Selling (No 2) Instrument 2008“¹³⁵ erlassen, welches die Etablierung oder die Steigerung von Netto- Short- Positionen in britischen Finanzmarktunternehmen untersagte¹³⁶. Die Verbotsverfügung verbot sowohl gedeckte, als auch ungedeckte Leerverkäufe in den von der Verfügung betroffenen Aktientiteln. *Clifton et al.* untersuchen in ihrer Studie schwerpunktmäßig die Auswirkungen der von der FSA eingeführten Leerverkaufsbeschränkungen auf die Liquidität der von der Verbotsverfügung betroffenen Aktien¹³⁷. Die Messung der Markliquidität erfolgt über die Auswertung der bid-ask-spreads¹³⁸ sowie der Markttiefe (market depth)¹³⁹ der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Wertpapiere. Der Untersuchung liegt die Annahme zugrunde, dass ein enger bid-ask-spread und eine große Markttiefe auf ein liquide handelbares

¹³³ Boehmer et al. 2013, S. 1398–1399.

¹³⁴ Clifton und Michayluk 2010.

¹³⁵ Das „Short Selling (No 2) Instrument 2008“ ist abrufbar unter:

http://www.klgates.com/files/upload/FSA_ShortSelling_No2.pdf (Stand: 29.6.2016).

¹³⁶ Anders als die US- amerikanische Börsenaufsicht SEC oder die deutsche BaFin verhängte die FSA kein auf konkret spezifizierte Aktientitel beschränktes Leerverkaufsverbot sondern verfügte, dass die Etablierung von Netto- Leerverkaufspositionen in „UK- financial sector companies“ als Marktmißbrauch im Sinne von Section 118 des Financial Services and Markets Acts 2000 zu werten sei. Zu diesem Zweck fügte die FSA dem „Code of Market Conduct (abrufbar unter: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1>) die Bestimmungen „1.9.2C E“ sowie 1.9.2D E“ hinzu. Die FSA gab parallel hierzu eine nicht abschließende Liste heraus, in der solche Unternehmen aufgeführt waren, die als „UK financial sector company“ zu werten seien. Einzelheiten zu Umfang und Rechtsnatur des „Short Selling (No 2) Instrument 2008“ der FSA unter Abschnitt II.C.2.b).

¹³⁷ Clifton und Michayluk 2010, S. 3.

¹³⁸ Der *bid-ask spread* ist die Differenz zwischen dem Geldkurs (bid) und dem Briefkurs (ask) eines Wertpapiers.

¹³⁹ Die Markttiefe beschreibt die Eigenschaft eines Marktes, Käufe oder Verkäufe eines Produktes zu absorbieren, ohne dass es Preisveränderungen kommt. Ein tiefer Markt absorbiert viele Kauf- oder Verkaufsvorgänge, ohne dass sich der Preis des gehandelten Gutes verändert.. Vgl. Sellberg und Henrikson 2011, S. 3.

Wertpapier hindeuten. Weite bid-ask-spreads und eine geringe Markttiefe sprechen dagegen für eine geringe Liquidität¹⁴⁰.

Der Untersuchungszeitraum der Studie erstreckt sich vom 23. Juli 2008 bis zum 12. März 2009 und umfasst 160 Handelstage¹⁴¹. Der Untersuchungszeitraum wurde in vier je 40 Handelstage umfassende Zeitabschnitte unterteilt: Der erste Zeitabschnitt umfasst den Zeitraum unmittelbar vor Implementierung des Leerverkaufsverbotes (23. Juli – 18. September 2008, „pre ban period“); der zweite Zeitabschnitt umfasste die erste Hälfte des Verbotszeitraums (19. September – 13. November 2008, „ban period 1“); der dritte Zeitabschnitt umfasste die zweite Hälfte des Verbotszeitraums (14. November – 15. Januar 2009, „ban period 2“); der vierte Zeitabschnitt umfasste 40 Handelstage, die dem Auslaufen des Leerverkaufsverbotes folgten (16. Januar – 12. März 2009, „post ban period“)¹⁴².

Untersucht wurden 26 der von der Verbotsverfügung der FSA betroffenen Finanz- und Versicherungstitel („banned stocks“)¹⁴³. Liquiditätswerte der „banned stocks“ wurden mit denen von Aktien verglichen, die keinen Leerverkaufsbeschränkungen unterworfen waren und die den „banned stocks“ bezüglich Aktienpreis, Volatilität, durchschnittlichen Handelsumsätzen und Marktkapitalisierung vergleichbar waren („control stocks“)¹⁴⁴. Die Aktientitel beider Gruppen wurden in je zwei Untergruppen geteilt: die erste Gruppe umfasste schwach kapitalisierter, die zweite Gruppe stark kapitalisierte Aktientitel. Sowohl die Gruppe der „banned stocks“, wie auch die Gruppen der „control stocks“ wurden auf Veränderungen der bid-ask-spreads und der Markttiefe vor, während und nach Auslaufen der Leerverkaufsverbotsverfügung untersucht. Dabei ergab sich das folgende Bild:

¹⁴⁰ Bid-ask spreads sind ein in der Wissenschaft und Praxis anerkanntes und häufig verwendetes Liquiditätsmaß. Vgl. Campbell et al. 2014. Ausführlich zur Messung der Marktliquidität mittels bid-ask spreads vgl. Wyss 2004, S. 13 ff.

¹⁴¹ Die Handelsdaten vom 8. September 2008 wurden aufgrund einer kurzzeitigen Handelsunterbrechung nicht in die Studie einbezogen: Clifton und Michayluk 2010, S. 25, Fußnote 13.

¹⁴² Vgl. Clifton und Michayluk 2010, S. 25.

¹⁴³ Insgesamt hatte die FSA 35 Aktientitel ausdrücklich als „UK financial sector company“ qualifiziert und damit der Leerverkaufsverbotsverfügung unterstellt. Fünf Aktientitel wurden während des Untersuchungszeitraums von der LSE delisted (Alliance & Leicester, Bradford & Bingley, HBOS, Highway Insurance Group, London Scottish Bank) und daher in der Studie nicht berücksichtigt. Weitere 3 Aktientitel blieben aufgrund extrem geringer Liquidität unberücksichtigt (Arbuthnot Banking Group, European Islamic Investment Bank, Islamic Bank of Britain). Die verbleibenden 26 Aktientitel (Aberdeen Asset Management, Admiral Group, Alliance Trust, Aviva, Brit Insurance Holdings, Chesnara, Close Brothers, F&C Asset, Friends Provident Group, HSBC Holdings, Investec, Just Retirement, Legal & General, Lloyds TSB, Novae Group, Old Mutual, Provident Financial, Prudential, Rathbone Brothers, Royal Bank of Scotland Group, RSA Insurance Group, Schroders, St James's Place, Standard Chartered, Standard Life) wurden von der Studie untersucht. Vergleiche: Clifton und Michayluk 2010, S. 25-26, 44.

¹⁴⁴ Vgl. Clifton und Michayluk 2010, S. 26.

Alle Aktientitel wiesen während und nach Auslaufen des Leerverkaufsverbotes substantiell erhöhte bid-ask-spreads auf. Die bid-ask-spreads der stark kapitalisierten „banned stocks“ stiegen in der „ban period“ im Vergleich zur vorangehenden „pre ban period“ um 145% an, während sich die bid-ask-spreads der stark kapitalisierten „control stocks“ im gleichen Zeitraum nur um 50% erhöhten. Die bid-ask-spreads der „banned stocks“ lagen während des gesamten Zeitraums der Leerverkaufsverbotsverfügung deutlich über denen der „control stocks“. Nach Auslaufen der Leerverkaufsverbotsverfügung („post ban period“) sanken die bid-ask-spreads sowohl der „banned stocks“ wie auch die der „control stocks“ und die unterschiedlichen spread- Niveaus der Vergleichsgruppen näherten sich einander an¹⁴⁵.

Ein Vergleich der Markttiefen bei „banned stocks“ und bei „control stocks“ ergab Folgendes: Bei stark kapitalisierten „banned stocks“ nahm die Aktienverfügbarkeit während der „ban period 1“ im Vergleich zur „pre ban period“ um 92% ab¹⁴⁶. Die Verfügbarkeit der stark kapitalisierten „control stocks“ nahm im selben Zeitraum dagegen nur um 48% ab. In der „post ban period“ stieg die Markttiefe der „banned stocks“ im Vergleich zur „ban period 2“ um 313% an, während die Markttiefe der „control stocks“ im selben Zeitraum um 17% abnahm. Auch bei den schwach kapitalisierten Aktientiteln litt die Markttiefe der „banned stocks“ während der Verbotszeitraums stärker als bei den „control stocks“. Die Unterschiede fielen hier aber weniger deutlich als bei den stark kapitalisierten Aktientiteln aus.

Im Ergebnis stellten *Clifton et al.* eine starke Weitung der bid-ask-spreads bei den von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientiteln („banned stocks“) während des Verbotszeitraums fest. Die sich hierzu parallel vollziehende Weitung der bid-ask-spreads bei den von dem Leerverkaufsverbot nicht betroffenen „control stocks“ fiel dagegen vergleichsweise schwach aus und auch die Markttiefe litt bei den „banned“ stocks“ während des Leerverkaufsverbotes deutlich stärker, als bei den keinen Leerverkaufsbeschränkungen unterworfenen „control stocks“.

Aus den vorstehend skizzierten Umständen schließen *Clifton et al.*, dass sich das von der FSA im September 2008 implementierte temporäre Leerverkaufsverbot deutlich negativ auf die Liquidität der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Aktientitel ausgewirkt hat. Allerdings

¹⁴⁵ Clifton und Michayluk 2010, S. 33.

¹⁴⁶ Untersucht wurde die Aktienverfügbarkeit anhand des limit order books der LSE. Vergleiche: Clifton und Michayluk 2010, S. 34.

räumen sie ein, dass Leerverkaufsbeschränkungen in Ausnahmefällen zu Zwecken der Marktstabilisierung und zur Stärkung des Anlagervertrauens ungeachtet ihrer negativen Auswirkungen auf die Marktqualität gleichwohl sinnvoll sein können¹⁴⁷.

2. Aktienleerverkäufe und Preiseffizienz von Aktien

Nachfolgend wird untersucht, ob und in welcher Weise Leerverkäufe zu einer effizienten Preisung von Aktien beitragen können.

Ein Grundpfeiler der modernen Kapitalmarkttheorie ist die Annahme, dass an modernen Kapitalmärkten alle preisrelevanten Informationen sofort in die Kurse der gehandelten Wertpapiere eingepreist werden (Markteffizienzhypothese)¹⁴⁸. Dies führt dazu, dass Wertpapiere stets effizient gepreist sind, ihr Kurs also stets ihrem inneren Wert („fair value“) entspricht¹⁴⁹. Die Markteffizienzhypothese ist – angesichts der in Extremsituationen zu beobachtenden irrationalen Verhaltensweisen der Marktteilnehmer (Herding/ Marktpanik) – zwar nicht unumstritten¹⁵⁰. Sie ist aber gleichwohl bis zum heutigen Tag Referenzpunkt der modernen Kapitalmarktforschung¹⁵¹. Allgemein anerkannt ist, dass eine möglichst hohe Preiseffizienz eine unentbehrliche Voraussetzung funktionierender Kapitalmärkte und der optimalen Allokation von Anlagekapital ist¹⁵².

Eine vollständige Preiseffizienz im Sinne der strengen Variante der Markteffizienzhypothese ist nach Überzeugung der wohl herrschenden Lehre der Kapitalmarkttheorie in der Realität kaum anzutreffen¹⁵³. Gleichwohl wird allgemein anerkannt, dass jedenfalls an den Wertpapiermärkten entwickelter Staaten ein relativ hoher Grad an Preiseffizienz erreicht wird¹⁵⁴. Soweit Aktienleerverkäufe zu einer effizienten Preisung von Aktien beitragen –

¹⁴⁷ Vgl. Clifton und Michayluk 2010, S. 39–40.

¹⁴⁸ Fama 1969/1970.

¹⁴⁹ Saffi und Sigurdsson 2011, S. 822; Olsen et al. 1992, S. 1; Soweit in dieser Arbeit verkürzt der Begriff „Effizienz“ verwendet wird, ist stets *Informationseffizienz* gemeint.

¹⁵⁰ Metzler und Hens 2009; Zu Robert Shillers Gegenentwurf der *Irrational Exuberance*, der zufolge Kapitalmarktteilnehmer häufig irrational agieren, vgl. Beck 2014.

¹⁵¹ Scheufele und Haas 2008, S. 25; o.V., S. 47.

¹⁵² Vgl. etwa Krahn 2006; Krolop, S. 5 ff..

¹⁵³ Dimson und Mussavian 2000; Krolop, S. 5 ff.. Vor allem die Behavioral Finance wendet sich unter Verweise auch das Phänomen der Kapitalmarktanomalien gegen die Gültigkeit der Efficient Markets Hypothesis.

Vergleiche: Grossman und Stiglitz 1980, S. 404; kritisch auch: Frydman und Goldberg 2010; Nye und Johnson 2005, S. 1 ff. Zu dem Fachstreit Behavioral Finance vs. Efficient Markets Hypothesis vergleiche: Roßbach 2001.

¹⁵⁴ Malkiel 2003, S. 33–34; Clark et al., S. 21–22; Dimson und Mussavian 2000, S. 9; Fritsch und Hense 2006, S. 490; Vallely, S. 3; Maloney und Mulherin Harold 2003, S. 473–474; Liu 2003, S. 2–3. Der Begriff der Informationseffizienz unterliegt unterschiedlichen Verwendungen; Eugen Fama entwickelte im Rahmen der Effizienzmarkthypothese eine dreistufige Effizienzskala, derzufolge es die Effizienzstufen „schwach“, „mittel“

wofür es Anzeichen gibt – sollte dies bei der Regulierung von Aktienleerverkäufen Berücksichtigung finden.

Die Informationseffizienz eines Wertpapiers hängt eng mit dessen Liquidität zusammen. An börslich organisierten Wertpapiermärkten werden Angebot und Nachfrage möglichst vieler Handelsteilnehmer zusammengefasst, um für alle Handelsteilnehmer möglichst günstige Vertragsabschlüsse zu erzielen. Durch die Bündelung von Angebot und Nachfrage wird ein hohes Maß an Liquidität erreicht, das einen effizienten Handel zwischen den Marktteilnehmern ermöglicht¹⁵⁵. Für Börsen allgemein und für Aktienmärkte insbesondere stellt die Preis- und Informationseffizienz neben der Liquidität ein entscheidendes Qualitätskriterium dar. Sie trägt dazu bei, Aktienpreise mit den Fundamentaldaten der Emittenten in Übereinstimmung zu bringen. Anleger werden hierdurch in die Lage versetzt, informierte Anlageentscheidungen zu treffen, was wiederum das Vertrauen der Investoren in den Preisfindungsprozess und die Allokationseffizienz erhöht¹⁵⁶. Nur ein preiseffizienter Wertpapiermarkt kann die ihm zukommende Allokationsfunktion optimal erfüllen und die Realwirtschaft mit Kapital versorgen¹⁵⁷.

a) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Preiseffizienz von Wertpapieren

Studien zur effizienten Preisung von Wertpapieren haben in den vergangenen Jahren zu divergierenden Ergebnissen geführt. Je nach eingesetzter Methodologie und Datenqualität wurden öffentlich gehandelte Aktien als mehr oder weniger effizient gepreist bewertet¹⁵⁸. Bereits die Entscheidung, welche Parameter zur Effizienzbestimmung von Wertpapierpreisen herangezogen werden sollen, gestaltet sich schwierig. Anders als bei der Liquiditätsmessung von Aktien, kann hier nicht auf gängige Kenngrößen wie bspw. das Handelsvolumen oder bid-ask-spreads zurückgegriffen werden¹⁵⁹.

und „stark“ gibt. Heute ist weitgehend unstreitig, dass Kapitalmärkte allenfalls eine schwache bis mittelstarke Effizienz im Sinne der Effizienzmarkthypothese erreichen.

¹⁵⁵ Schlüter 2003.

¹⁵⁶ Boehmer und Wu 2013, S. 287.

¹⁵⁷ Schlüter 2003; Nabben und Rudolph, S. 1–5; Boehmer und Wu 2013, S. 287; Fama 1976, S. 133; Davis 2006.

¹⁵⁸ Davis 2006.

¹⁵⁹ Bris et al. 2007, S. 1046.

(1) Effizienzmessung auf Basis der Random- Walk Theorie

Eine häufig eingesetzte Methode der Effizienzmessung von Aktienpreisen bedient sich der *Random- Walk Hypothese*. Die *Random- Walk Hypothese* postuliert, dass der Kurs eines effizient gepreisten Wertpapiers zufällig und unberechenbar um seinen fundamental fairen Wert schwankt¹⁶⁰. Begründet wird diese Annahme wie folgt: In einem effizienten Markt reagieren Wertpapierkurse unmittelbar auf kursrelevante Informationen. Diese Informationen erreichen die Marktteilnehmer in unvorhersehbarer, zufälliger Weise. Folglich ändern sich auch die Wertpapierpreise in unvorhersehbarer Weise. Eine wichtige Konsequenz der *Random- Walk Hypothese* ist, dass Preisbewegungen von Wertpapieren keinen Trends oder Mustern folgen und dass Kursentwicklungen der Vergangenheit keine Anhaltspunkte für künftige Kursentwicklungen liefern können¹⁶¹. Ein längeres Verharren von Wertpapierpreisen auf einem Niveau oder starke Richtungsänderungen in der Preisentwicklung werden von der *Random- Walk Hypothese* als untypische Abweichungen von der zufälligen Preisentwicklung interpretiert, die auf Unter- bzw. Überreaktionen des Marktes und damit auf Effizienzdefizite hinweisen¹⁶².

(2) Effizienzmessung anhand der Berechnung des „post- earnings- announcement- drifts“

Die Preiseffizienz von Wertpapieren lässt sich auch mittels des so genannten „*post-earnings-announcement drift*“ (PEAD) ermitteln. Der PEAD beschreibt das Phänomen langfristiger¹⁶³ Kursbewegungen nach überraschenden Gewinn- oder Verlustmitteilungen in Richtung der mitgeteilten Gewinn- bzw. - Verlustmeldungen¹⁶⁴. Je länger ein PEAD anhält, desto langsamer verläuft die Einpreisung kursrelevanter Informationen in den Aktienpreis und desto weniger effektiv ist die Preisung des betroffenen Wertpapiers. Der PEAD gilt als ein recht anerkannter, wenngleich nicht unumstrittener Maßstab für die Bestimmung der Informationseffizienz von Wertpapieren¹⁶⁵.

¹⁶⁰ Ausführlich zur Random Walk- Theorie: Pickartz 2013, S. 2.

¹⁶¹ Oskooe et al. 2010, S. 52.

¹⁶² Griffin et al. 2006, S. 3.

¹⁶³ Langfristig bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die Kurstendenz oft über mehrere Wochen oder gar Monate anhält.

¹⁶⁴ Chordia et al. 2009, S. 18; Boehmer und Wu 2009, S. 9; Bernard und Thomas 1989b, S. 1. Überraschend positive Unternehmensmitteilungen können zu längerfristig steigenden Kursen (positive PEAD) führen, während negative Unternehmensmitteilungen zu längerfristig fallenden Kursen (negative PEAD) führen können.

¹⁶⁵ Boehmer und Wu 2009, S. 17. Allerdings ist die Annahme, dass PEAD auf ineffiziente Preisfindungsmechanismen hinweisen, nicht unumstritten. Angesichts der Tatsache, dass Ergebnismitteilungen von Unternehmen von den Marktteilnehmern aufmerksam beobachtet werden und der Öffentlichkeit

b) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Preisfindung bei Aktien

Zu den Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Preiseffizienz von Wertpapieren existiert eine Vielzahl theoretischer Modelle. Eine seit den neunzehnhundertsiebziger Jahren anzutreffende Annahme ist, dass Wertpapiere in Abwesenheit von Leerverkäufen zu optimistisch bewertet werden. *Miller*¹⁶⁶ argumentiert, dass Leerverkaufsrestriktionen pessimistische Marktteilnehmer daran hindern, ihre Überzeugungen in den Markt zu tragen und dass die Abwesenheit dieser negativen Markteinschätzungen zu Überbewertungen von Wertpapieren führe. *Harrison und Kreps*¹⁶⁷, *Scheinkman und Wei Xiong*¹⁶⁸ sowie *Abreu und Brunnermeier*¹⁶⁹ zeigen modellhaft, wie Leerverkaufsbeschränkungen der Entstehung von Preisblasen Vorschub leisten können: In einem Markt, an dem nur oder überwiegend optimistische Akteure tätig sind, kann es aufgrund der überoptimistischen Erwartungen der Marktteilnehmer zu einer Entkopplung des Preises eines Wertpapiers von dessen Fundamentaldaten kommen. Das vorstehend skizzierte Phänomen wird durch Leerverkaufsrestriktionen insofern begünstigt, als Leerverkäufer in dieser Situation nicht als preisdämpfendes Korrektiv eingreifen können¹⁷⁰.

*Diamond und Verrecchia*¹⁷¹ argumentieren, Leerverkaufsverbote führten insofern nicht zu Überbewertungen von Wertpapieren, als die Marktteilnehmer die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen bereits bei ihren Investitionsentscheidungen berücksichtigten. Allerdings nehmen auch *Diamond und Verrecchia* an, dass Leerverkaufsbeschränkungen die Einpreisung negativer Informationen in die Wertpapierkurse verzögern und somit die effiziente Preisung von Wertpapieren beeinträchtigen können.

In den Finanz- und Wirtschaftskrisen der vergangenen Jahrzehnte und namentlich der Finanzmarktkrise 2007-2008 rückten Aktienleerverkäufe verstärkt in den Fokus der empirischen Finanzmarktforschung. In diesem Zusammenhang wurden auch die

umstandslos zugänglich sind, wird teilweise bezweifelt, dass PEADs auf ineffiziente Preisbildungsmechanismen zurückzuführen sind. Vergleiche: Bernard und Seyhun 1997, S. 17.

¹⁶⁶ Miller.

¹⁶⁷ Harrison und Kreps 1978.

¹⁶⁸ Scheinkman und Xiong 2003.

¹⁶⁹ Abreu und Brunnermeier 2002.

¹⁷⁰ vergleiche: Scheinkman und Xiong 2003, S. 1208.

¹⁷¹ Diamond und Verrecchia 1987.

Auswirkungen von Leerverkaufshindernissen¹⁷² auf die Preiseffizienz von Wertpapieren untersucht. Die zu dieser Thematik durchgeführten Studien vergleichen anhand definierter Effizienzkriterien die Informationseffizienz von Wertpapieren, die Leerverkaufsbeschränkungen unterworfen sind, mit der Informationseffizienz solcher Wertpapiere, für die die keinerlei Leerverkaufsbeschränkungen gilt¹⁷³. Die Mehrzahl der Untersuchungen gelangt zu dem Ergebnis, dass Leerverkaufshemmnisse die effiziente Preisung von Wertpapieren behindern.

(1) Short Selling and the Price Discovery Process (Boehmer/ Wu)

*Boehmer & Wu*¹⁷⁴ untersuchen in einer breit angelegten Studie die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Preisfindung bei Wertpapieren. Die auf einen dreijährigen Untersuchungszeitraum¹⁷⁵ angelegte Studie erfasst im Tagesdurchschnitt 1361 an der *New York Stock Exchange* (NYSE) gehandelte US- Aktien¹⁷⁶. Beobachtet wurden dabei von der NYSE auf Grundlage der Vorschriften der *Regulation SHO*¹⁷⁷ erhobene Leerverkaufsdaten sowie weitere durch das *Center for Research in Security Prices* (CRSP) bereitgestellte Marktdaten¹⁷⁸.

Boehmer und Wu untersuchen die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Preiseffizienz von Wertpapieren mittels unterschiedlicher Verfahren: Zunächst wurde untersucht, inwieweit Kursverläufe unter Berücksichtigung von Leerverkäufen einem zufälligen Muster folgen („random walk“). Die zufällige Bildung von Aktienpreisen ist eine grundlegende Annahme der *Random-Walk-Theorie*¹⁷⁹ die ihrerseits auf der Markteffizienzhypothese fußt. Ein zufälliger, nicht berechenbarer Kursverlauf gilt als Indiz einer raschen Einpreisung öffentlich

¹⁷² Leerverkaufshindernisse können permanente oder temporäre Verbotsverfügungen sein, wie sie in der Finanzmarktkrise 2008 in zahlreichen Jurisdiktionen erlassen wurden. Leerverkäufe können aber auch durch andere Faktoren, wie etwa ein geringes Angebot an Wertpapierdarlehen oder hohe Transaktionskosten/ Wertpapierdarlehenskosten behindert werden.

¹⁷³ Bspw. Abweichen des Wertpapierkurses von einem zufälligen erratischen Verlauf (Abweichen vom so genannten „Random Walk“, vgl.Boehmer und Wu 2013).

¹⁷⁴ Boehmer und Wu 2013.

¹⁷⁵ Die Studie untersucht den Zeitraum von Januar 2005 bis Dezember 2007 vgl. Boehmer und Wu 2013, S. 291.

¹⁷⁶ Erfasst werden nur US-Aktien mit den Share Codes 10 und 11. Aktien des Unternehmens Berkshire Hathaway Inc. wurden nicht in das Versuchssample aufgenommen. Vgl. Boehmer und Wu 2013, S. 291.

¹⁷⁷ Ausführlich zu den Vorschriften der Regulation SHO siehe nachfolgend Abschnitt II.B.3.a).

¹⁷⁸ Von der NYSE wurde das tägliche Leerverkaufsvolumen erfragt. Aus der Datenbank des CRSP wurden die folgenden Daten bezogen: Tagesrenditen (daily returns) der untersuchten Aktien, konsolidiertes Tageshandelsvolumina (consolidated trading volume) , Schlusskurse (closing price), sowie ausstehende Aktien (shares outstanding). Vgl. Boehmer und Wu 2013, S. 291.

¹⁷⁹ Die *Random-Walk-Theorie* ist im deutschen Sprachraum auch als „Theorie der symmetrischen Irrfahrt“ bekannt.

zugänglicher Informationen in Wertpapierkurse und damit als Merkmal einer effektiven Preisbildung¹⁸⁰. Je schneller die Einpreisung kursrelevanter Informationen erfolgt, desto effektiver ist das betreffende Wertpapier gepreist¹⁸¹. Die Beobachtungszeiträume der Untersuchung variieren zwischen einem Tag und einem Jahr¹⁸².

Desweiteren untersuchen *Boehmer & Wu* die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Preisbildung von Aktien im Umfeld kursrelevanter Ereignisse mittels einer Auswertung von *post-earning-announcement-drifts* (PEAD). PEAD beschreiben ein mit der Effizienzmarkthypothese schwer zu vereinbarendes, gleichwohl empirisch nachweisbares Phänomen: Wertpapierpreise driften häufig nach überraschenden positiven oder negativen Ergebnismitteilungen längere Zeit aufwärts (bei positiven Ergebnismitteilungen) oder abwärts (bei negativen Ergebnismitteilungen). Kursrelevante Informationen werden folglich nicht stets sofort bei Bekanntwerden in den Kurs eines Wertpapiers eingepreist – vielmehr geschieht dies häufig über einen längeren Zeitraum¹⁸³. Die langsame Einspeisung kursrelevanter Informationen widerspricht den Grundsätzen der Effizienzmarkthypothese insofern, als diese von einer verzögerungslosen Einpreisung kursrelevanter Informationen in den Preis eines Wertpapiers ausgeht. Durch die Beobachtung von PEADs können folglich Effizienzdefizite bei der Preisung von Wertpapieren aufgedeckt werden. Dabei gilt: Je stärker und länger ein PEAD ausfällt, desto weniger effektiv ist ein Wertpapier gepreist¹⁸⁴.

(a) Random Walk- Messung

Die *Random-Walk-Theorie* nimmt an, dass effiziente Aktienkurse einem zufälligen, nicht berechenbaren Muster („random walk“) folgen. Je geringere Abweichungen der Kurs eines Wertpapiers von einem zufälligen Kursverlauf aufweist, desto effektiver ist es gepreist¹⁸⁵. *Boehmer und Wu* untersuchen, ob Leerverkaufstransaktionen die Zufälligkeit von Kursbewegungen beeinflussen. Soweit Leerverkäufe zu einer effizienteren Preisbildung beitragen, sollten sich Aktienkurse mit zunehmender Leerverkaufsintensität verstärkt einer

¹⁸⁰ Ausführlich zur Random-Walk-Theorie und deren Bedeutung für die Effizienzmarktheorie vgl. Fama 1965, S. 3 ff.

¹⁸¹ Zu den unterschiedlichen an Aktienmärkte zu stellenden Effizienzanforderungen und zu der überragenden Bedeutung der Informationseffizienz für den Aktienhandel vgl. Zou 2011, S. 40–41; Gilson & Kraakman Definieren den Begriff „Informationseffizienz“ wie folgt: „*Informational efficiency means only that stock prices respond quickly to the release of new public information*“. Vgl. Gilson und Kraakman 2014, S. 317.

¹⁸² Boehmer und Wu 2013, S. 292.

¹⁸³ Boehmer und Wu 2013, S. 303; Ausführlich zu dem Phänomen des post- earnings announcement drifts (PEAD) sowie dem Stand der diesbezüglichen Forschung, Vgl. Swart und Hoffman 2013, S. 18 m.w.N..

¹⁸⁴ Bernard und Thomas 1989a, S. 5–6.

¹⁸⁵ Vgl. hierzu etwa Dupernex 2007.

zufälligen Kursbewegung annähern¹⁸⁶. Um diese These zu überprüfen, bedienen sich *Boehmer und Wu* dreier Untersuchungsmethoden: Sie untersuchen Wertpapierkurse auf Fehlpreisungen („pricing errors“), auf das Auftreten von Autokorrelationen sowie auf *post-earnings announcement drifts*¹⁸⁷.

Das Konzept zur Ermittlung von pricing errors bei Wertpapieren geht auf *Joel Hasbrouck* zurück¹⁸⁸; Pricing errors werden durch die Aufspaltung des Wertpapierpreises in eine sämtliche bewertungsrelevante Informationen enthaltene erratische Komponente („random-walk component“) und in eine stationäre Komponente (pricing error) ermittelt¹⁸⁹. Pricing errors beinhalten Marktfriktionen wie bspw. Transaktionskosten, die in keinem Zusammenhang mit den bewertungsrelevanten Informationen eines Wertpapiers stehen. Je größer die stationäre Komponente – der pricing error – ist, desto weniger effektiv ist das Wertpapier gepreist. Pricing errors bezeichnen folglich temporäre Abweichungen des tatsächlichen Handelspreises von einem hypothetischen effizienten Preis¹⁹⁰.

Ähnlich wie pricing errors weist auch das Auftreten von Autokorrelationen bei Aktienkursen auf eine ineffiziente Preisfindung hin; Derartige Autokorrelationen von Kursverläufen widersprechen der Grundannahme der Effizienzmarkttheorie, der zufolge Kursverläufe erratisch und nicht berechenbar sind¹⁹¹.

Boehmer und Wu stellen bei der Analyse der untersuchten Wertpapierkurse auf pricing errors und Autokorrelationen fest, dass beide Phänomene mit zunehmender Leerverkaufstätigkeit zurückgehen. Dies wiederum hat zur Folge, dass die Kurse von Wertpapieren mit zunehmender Leerverkaufsaktivität zunehmend einem zufälligen Kursmuster – dem *random walk* – folgen. Die vorstehend skizzierte Beobachtung bestätigt die These, dass Leerverkäufe die Einpreisung kursrelevanter Informationen in die Preise von Wertpapieren fördern und so zu einer effektiven Preisung von Wertpapieren beitragen¹⁹².

¹⁸⁶ Boehmer und Wu 2013, S. 296.

¹⁸⁷ Näher hierzu: Boehmer und Wu 2013, S. 292–293.

¹⁸⁸ Hasbrouck 1993.

¹⁸⁹ Hasbrouck 1993, S. 2–3.

¹⁹⁰ Boehmer und Wu 2013, S. 292.

¹⁹¹ Vgl. Ito und Sugiyama 2009.

¹⁹² Boehmer und Wu 2013, S. 299.

(b) PEAD - Messung

Boehmer & Wu untersuchen auch den Zusammenhang zwischen Leerverkaufsaktivität und *post-earnings announcement drifts* (PEAD). Negative Ergebnismitteilungen sollten *Boehmer und Wu* zufolge von gesteigerter Leerverkaufsaktivität begleitet sein, da Leerverkäufer hierdurch von dem zu erwartenden PEAD profitieren können. Diese Leerverkaufsaktivität sollte wiederum dazu führen, dass Wertpapiere, die nach negativen Ergebnismitteilungen häufiger leer verkauft werden, geringere PEAD aufweisen, also solche, die nach ebenfalls negativen Ergebnismitteilungen weniger stark leer verkauft werden¹⁹³.

Das von *Boehmer & Wu* zur Messung von PEAD zusammengestellte Versuchssample umfasst 15.536 Ergebnismitteilungen. Zeitlich erfasst werden stets die sich an die jeweilige Ergebnismitteilung anschließenden zweiwöchige Zeiträume, da *Boehmer und Wu* für diese Zeiträume besonders intensive Leerverkaufsaktivitäten erwarten¹⁹⁴. Sämtliche Ergebnismitteilungen werden einer von vier Gruppen zugeteilt, wobei Gruppe Q1 die Aktien mit den negativsten Ergebnismitteilungen und Gruppe Q4 die Aktien mit den positivsten Ergebnismitteilungen eines Quartals enthält. Der Schwerpunkt der Untersuchung liegt auf Aktientiteln, bei denen negative Ergebnismitteilungen vorliegen, da nach positiven Ergebnismitteilungen auftretende Veränderungen des Leerverkaufsverhaltens nicht zuverlässig interpretierbar sind¹⁹⁵.

Für jede Gruppe Q1-Q4 werden die kumulierten abnormalen Renditen¹⁹⁶, die binnen der zweiwöchigen Beobachtungsfrist nach Veröffentlichung der Ergebnismitteilung auftraten, erfasst¹⁹⁷. Erwartungsgemäß reagieren alle Aktien stark auf überraschende Ergebnismitteilungen und die Kursentwicklungen der untersuchten Aktien setzen sich auch einige Tage nach diesen Ergebnismitteilungen positiv (bei positiven Ergebnismitteilungen) bzw. negativ (bei negativen Ergebnismitteilungen) fort. *Boehmer und Wu* erwarten, dass

¹⁹³ Boehmer und Wu 2013, S. 303.

¹⁹⁴ Boehmer und Wu 2013, S. 303.

¹⁹⁵ Reagiert der Markt nicht ausreichend auf eine überraschend negative Ergebnismitteilung eines Aktientitels, so können Leerverkäufer von dem zu erwartenden PEAD nur durch die Verstärkung ihrer Leerverkaufsaktivitäten profitieren. Reagiert der Markt hingegen nicht ausreichend auf eine überraschend positive Ergebnismitteilung, so können Marktteilnehmer auf diese Marktlage sowohl mit einer Reduzierung ihrer Leerverkaufsaktivitäten in dem betreffenden Aktientitel, als auch durch verstärkte Käufe des betreffenden Titels reagieren. Eine eindeutige Interpretation des Verhaltens von Leerverkäufen im Falle überraschend positiver Ergebnismitteilungen ist daher nicht möglich. Vgl. Boehmer und Wu 2013, S. 303–304.

¹⁹⁶ Der „cumulative abnormal return“ ist der Reinerlös einer Aktie, abzüglich des wertgewichteten marktweiten (Durchschnitts-) Erlöses. Vgl. Boehmer und Wu 2013, S. 304.

¹⁹⁷ Abnormale Renditen berechnet das Model als die Differenz zwischen dem tatsächlichen Kurs und einer Analystenschätzung bezogen auf den Aktienpreis zwei Tage vor der Ergebnismitteilung. Vergleiche: Boehmer und Wu 2009, S. 42 (Table 7).

Aktien der Gruppe Q1 unmittelbar nach negativen Ergebnismitteilungen verstärkt leer verkauft werden, während Aktien der Gruppe Q4 von Leerverkäufern eher gemieden werden sollten. Tatsächlich stellen *Boehmer & Wu* einen signifikanten Anstieg von Leerverkäufen in der Gruppe Q1 unmittelbar nach der Bekanntgabe negativer Ergebnismitteilungen fest¹⁹⁸. Während in der Gruppe Q1 die Leerverkaufsaktivität zwei Tage vor den negativen Ergebnismitteilungen bei durchschnittlich 19,9% des Gesamtumsatzes lag, stieg dieser Wert am ersten Tag nach der Ergebnismitteilung auf 21,5% an. Eine erhöhte Leerverkaufsaktivität ließ sich bei Aktien der Gruppe Q1 in der gesamten der Ergebnismitteilung nachfolgenden Woche feststellen. Die höchste Leerverkaufsaktivität war aber an dem der Ergebnismitteilung nachfolgenden Tag zu verzeichnen¹⁹⁹.

In einem weiteren Schritt untersuchen *Boehmer und Wu*, ob und wie stark sich die nach der Bekanntgabe negativer Gewinnmitteilungen einsetzende Leerverkaufstätigkeit auf die Intensität der diesen Ergebnismitteilungen nachfolgenden PEAD auswirkt. Dabei werden die in der Gruppe der negativsten Ergebnismitteilungen (Q1) zusammengefassten Aktientitel – je nach der Intensität der infolge der Ergebnismitteilung einsetzenden Leerverkaufsaktivität – zwei Untergruppen zugeordnet: Während Aktien der ersten Untergruppe eine unterdurchschnittliche Leerverkaufsaktivität aufwiesen, wurden Aktien, die überdurchschnittlich häufig leer verkauft wurden, der zweiten Gruppe zugeordnet. Der Beobachtungszeitraum umfasste jeweils die der Ergebnismitteilung vorausgehende und die der Ergebnismitteilung nachfolgende Woche. Beide Untergruppen verzeichneten infolge der negativen Ergebnismitteilungen starke Negativrenditen. Eine signifikante Verringerung der der infolge der Ergebnismitteilungen einsetzenden PEAD erfolgte aber nur bei denjenigen Aktientiteln, die überdurchschnittlich häufig leer verkauft wurden. *Boehmer und Wu* schließen aus dieser Beobachtung, dass Leerverkäufe PEAD verringern oder gar eliminieren können und auf diese Weise zu einer effizienten Preisung von Aktien beitragen können²⁰⁰.

(c) Ergebnis

Boehmer & Wu weisen mit der vorliegenden Studie nach, dass Wertpapierkurse mit zunehmender Leerverkaufsaktivität stärker einem zufälligen Kursverlauf (random walk)

¹⁹⁸ Das Modell zeichnet die Preisentwicklungen und die Leerverkaufsaktivitäten für alle beobachteten Aktientitel in einem Zeitraum auf, der 2 Wochen dem Tag der Bekanntmachung der überraschenden Ergebnismitteilungen beginnt und zwei Wochen nach dem Tag der Bekanntmachung der überraschenden Ergebnismitteilungen endet.

¹⁹⁹ *Boehmer und Wu* 2013, S. 304.

²⁰⁰ *Boehmer und Wu* 2013, S. 305–307.

folgen und dass nach negativen Unternehmensmitteilungen auftretende *post-earnings announcement drifts* (PEAD) mit zunehmender Leerverkaufstätigkeit abnehmen. Ihre Beobachtungen werten *Boehmer und Wu* als Indiz für dafür, dass Leerverkäufe die Preise von Wertpapieren mit ihren Fundamentaldaten in Einklang zu bringen und so zu einer effektiven Preisfindung an den Aktienmärkten beitragen²⁰¹.

(2) Supply and Demand Shifts in the Shorting Market (Cohen/ Diether/ Malloy)

Cohen et al. untersuchen anhand von zwischen September 1999 und August 2003 erhobenen Handelsdaten eines großen institutionellen Investors, inwieweit aus der Nachfrage nach Aktientiteln am Wertpapierleihemarkt Rückschlüsse auf die künftige Kursentwicklung der nachgefragten Aktien gezogen werden können²⁰². *Cohen et al.* nehmen an, dass Wertpapierdarlehen überwiegend zur Ermöglichung von Leerverkäufen aufgenommen werden. Aktientitel, die trotz hoher Leihkosten verstärkt entliehen und leerverkauft werden, sind – so die Hypothese von *Cohen et al.* – überbewertet, da der Leerverkäufer als rational handelnder Marktteilnehmer andernfalls die hohen Leikosten nicht in Kauf nehmen würde²⁰³. Ausgehend von der Annahme, dass Fehlpreisungen in informationseffizienten Märkten rasch beseitigt werden, nehmen *Cohen et al.* desweiteren an, dass die Kurse von Aktientiteln, die trotz hoher Leikosten verstärkt entliehen werden, rasch fallen müssten. Lassen sich die vorstehend skizzierten Annahmen empirisch bestätigen so spricht dies dafür, dass Leerverkäufer überbewertete Aktientitel erkennen und gezielt leer verkaufen und auf diese Weise zu einer effektiven Preisung von Aktien beitragen. Primärziel der Studie ist die Überprüfung der Hypothese, dass Leerverkäufe zur Einpreisung negativer Informationen in Aktienkurse und damit zur Preiseffizienz von Aktienkursen beitragen.

Der Studie liegt das nachfolgend skizzierte Szenario zugrunde: Wertpapierdarlehen werden häufig zur Deckung von Leerverkaufspositionen in Anspruch genommen²⁰⁴. Eine ansteigende

²⁰¹ Boehmer und Wu 2013, S. 318.

²⁰² Cohen et al. 2007, S. 2061, 2068.

²⁰³ Vgl. Cohen et al. 2007, S. 2072.

²⁰⁴ Wenngleich Wertpapierdarlehen auch zu anderen Zwecken als zur Ermöglichung von Leerverkäufen aufgenommen werden, gelten mit Wertpapierdarlehen zusammenhängende Daten – wie bspw. die Anzahl der verliehenen Aktien oder die für ein Wertpapierdarlehen fälligen Leihgebühren – als relativ zuverlässige Indikatoren für den Umfang der in dem betreffenden Aktientitel durchgeführten Leerverkäufe. Aus diesem Grund sieht bspw. auch Art. 19 Verordnung (EU) 236/2012 vor, dass Wertpapierverleiher in Ausnahmesituationen auf Verlangen der zuständigen Marktaufsichtsbehörden wesentliche Veränderungen von Leihgebühren zu melden haben.

Vgl. Cohen et al. 2007, S. 2061; o.V. 2009, S. 1.

Nachfrage nach Wertpapierdarlehen deutet daher auf eine erhöhte Aktivität von Leerverkäufern in den nachgefragten Aktientiteln hin, während eine abnehmende Nachfrage nach Wertpapierdarlehen für einen Rückzug von Leerverkäufern aus den betreffenden Aktientiteln spricht. Je nachdem, ob die steigende bzw. fallende Nachfrage nach Wertpapierdarlehen mit steigenden oder fallenden Belassungspreisen korreliert, lässt sich das Verhalten der die Nachfrage generierenden Leerverkäufer unterschiedlich interpretieren.

Das der Studie zugrundeliegende Versuchssample umfasst Handelsdaten²⁰⁵ zahlreicher Wertpapierleihgeschäfte eines großen, institutionellen US- amerikanischen Investors, der ganz überwiegend Aktien kleiner Aktiengesellschaften („small caps“) verleiht²⁰⁶. Anders als große Unternehmen werden *small caps* von Wertpapieranalysten in der Regel nicht bewertet, so dass der Anlegeröffentlichkeit hinsichtlich dieser Aktientitel kaum Informationen vorliegen²⁰⁷. Folglich kann bei steigender Nachfrage nach Wertpapierdarlehen dieser *small caps* regelmäßig angenommen werden, dass diese nicht auf öffentlich zugänglichen Informationen beruht, sondern dass hier informierte Leerverkäufer die betreffenden Aktientitel ausleihen.

Beruht eine ansteigende Nachfrage nach Wertpapierdarlehen nicht auf öffentlich zugänglichen Informationen²⁰⁸, wird dies in der Regel auf Marktteilnehmer zurückzuführen sein, die über der Öffentlichkeit bislang unbekannte Informationen („private information“) verfügen. Diese „informierten Leerverkäufer“ tragen durch ihre Leerverkäufe dazu bei, dass der breiten Anlegeröffentlichkeit bisher unbekannte Informationen in die Aktienkurse der leer verkauften Aktientitel eingespeist werden. Eine steigende Nachfrage nach Wertpapierdarlehen durch „informierten Leerverkäufer“ lässt folglich eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung²⁰⁹ der betreffenden Aktientitel erwarten. Soweit die vorstehend beschriebene Annahme zutrifft, inkorporieren Leerverkäufe bislang unbekannte Informationen in die Kurse der leer verkauften Aktien und tragen auf diese Weise zu deren Preiseffizienz bei.

²⁰⁵ Rebate rates, shares on loan, collateral amounts, collateral/market rates, estimated income per loan. Vgl: Cohen et al. 2007, S. 2068.

²⁰⁶ Der Name des Investors wird in der Studie aus Gründen der Vertraulichkeit nicht genannt. Es handelt sich um einen Investor, der vor allem in Aktien kleiner börsennotierter Unternehmen (small caps) investiert ist. Ergänzend werden Daten über Wertpapierrenditen, Anzahl der ausgegebenen Aktien und Handelsvolumen vom „Center for Research in Security Prices“ (CRSP) herangezogen. Vgl. Cohen et al. 2007, S. 2068/2069.

²⁰⁷ Vgl. Cohen et al. 2007, S. 2089.

²⁰⁸ Öffentlich zugängliche Informationen sind bspw. Aktienbewertungen von Analysten. Vgl. Cohen et al. 2007, S. 2064.

²⁰⁹ „negative abnormal return“.

Um Veränderungen von Angebot und Nachfrage am Wertpapierleihemarkt zu analysieren, beobachten *Cohen et al.* die für Darlehen in den beobachteten Wertpapieren zu zahlenden Belassungspreise (Angebot) sowie die Anzahl der jeweils ausgeliehenen Wertpapiere (Nachfrage). Die Wertpapiere werden sodann – je nach Entwicklung von Angebot und Nachfrage am Wertpapierleihemarkt – einer von vier Kategorien zugeordnet:

1. DOUT²¹⁰: Aktien dieser Kategorie verzeichnen in dem beobachteten Zeitraum ansteigende Leihgebühren sowie eine ansteigende Zahl entliehener Wertpapiere²¹¹.
2. DIN²¹²: Aktien dieser Kategorie verzeichnen in dem beobachteten Zeitraum fallende Leihgebühren sowie eine abnehmende Zahl entliehener Wertpapiere²¹³.
3. SIN²¹⁴: Aktien dieser Kategorie verzeichnen in dem beobachteten Zeitraum ansteigende Leihgebühren sowie eine abnehmende Zahl entliehener Wertpapiere²¹⁵.
4. SOUT²¹⁶: Aktien dieser Kategorie verzeichnen in dem beobachteten Zeitraum fallende Leihgebühren sowie eine ansteigende Zahl entliehener Wertpapiere²¹⁷.

Die durchschnittlichen Kursentwicklungen der unterschiedlichen Kategorien werden laufend auf Kursgewinne und Kursverluste beobachtet um zu ermitteln, inwieweit Änderungen von Angebot und Nachfrage am Wertpapierleihemarkt Auskunft über künftige Kursentwicklungen der beobachteten Aktientitel zu geben vermögen.

Die Studie geht von den folgenden Hypothesen aus:

DOUT: Aktien der DOUT- Kategorie verzeichnen einen Anstieg der Belassungsgebühren und gleichzeitig einen Anstieg der Wertpapierleihen. Diese Wertpapiere werden folglich trotz erhöhter Entleihungskosten verstärkt ausgeliehen. DOUT- Transaktionen weisen auf ein erhöhtes Maß negativer unveröffentlichter Informationen bei den betroffenen Aktientiteln hin,

²¹⁰ DOUT = Demand Shift Out.

²¹¹ Cohen et al. 2007, S. 2072.

²¹² DIN = Demand Shift In.

²¹³ Cohen et al. 2007, S. 2072.

²¹⁴ SIN = Supply Shift In.

²¹⁵ Cohen et al. 2007, S. 2072.

²¹⁶ SOUT = Supply Shift Out.

²¹⁷ Cohen et al. 2007, S. 2073.

da Marktteilnehmer, die Leerverkäufe nicht zu Zwecken der Gewinnerzielung durchführen²¹⁸, diese relativ teuer zu handelnden Wertpapiere meiden werden²¹⁹. Informierte Leerverkäufer nehmen dagegen die erhöhten Belassungskosten in Kauf, da sie auf eine überdurchschnittliche Renditen hoffen. Für Aktien der DOUT- Kategorie wird daher eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung erwartet²²⁰.

DIN: Aktien der DIN- Kategorie verzeichnen fallende Belassungsgebühren sowie eine Abnahme der Wertpapierleihen. Damit werden Wertpapiere der DIN- Kategorie trotz fallender Leerverkaufskosten weniger häufig ausgeliehen – offenbar gibt es wenig/keine Marktteilnehmer, die über negative Informationen verfügen und Aktien ausleihen um Leerverkäufe zu tätigen. Dies lässt überdurchschnittliche²²¹ Renditen bei Wertpapieren der DIN- Kategorie erwarten. Allerdings können Marktteilnehmer ihre positive Beurteilung von Aktientitel durch den Kauf der entsprechenden Aktientitel kostengünstiger und risikoärmer zum Ausdruck bringen, als durch die Vornahme von Leerverkäufen. Dies mindert die Aussagefähigkeit der DIN- Kategorie im Vergleich zur DOUT- Kategorie erheblich²²².

SIN: Aktien der SIN- Kategorie verzeichnen einen Anstieg der Belassungsgebühren und gleichzeitig eine Abnahme von Wertpapierleihen. Die Bereitschaft der Marktteilnehmer Leerverkäufe durchzuführen, nimmt angesichts der damit verbundenen steigenden Kosten ab. Nach *Cohen et al.* wirken sich die erhöhten Kosten als eine Art Leerverkaufsbeschränkung aus. Diese Leerverkaufsbeschränkung verhindert die Einpreisung negativer Informationen in die Aktienkurse der betroffenen Werte, was wiederum zu einer durch Überbewertungen verursachten überdurchschnittlichen Rendite führen sollte²²³.

SOUT: SOUT- Aktien verzeichnen eine Abnahme der Belassungsgebühren und gleichzeitig eine Zunahme der Wertpapierleihen/ Leerverkaufsaktivität. Die fallenden Leerverkaufskosten führen zu einem verstärkten Markteintritt pessimistischer Marktteilnehmer. Positive

²¹⁸ bspw. im Rahmen von Hedging-Strategien oder als Liquidity-Provider.

²¹⁹ Cohen et al. 2007, S. 2072.

²²⁰ Da die Mehrzahl der untersuchten Aktien small-cap-Werte sind, für die keine Optionen existieren, können Short- Positionen nur über Aktienleerverkäufe eingegangen werden. Dies erhöht die Relevanz der erhobenen Daten. Vgl.:Cohen et al. 2007, S. 2072.

²²¹ positive abnormal return.

²²² Cohen et al. 2007, S. 2072.

²²³ Cohen et al. 2007, S. 2072.

Preisübertreibungen werden hierdurch abgebaut. Für Aktien der SOUT- Kategorie sind damit leicht unterdurchschnittliche Renditen im Folgemonat zu erwarten²²⁴.

Cohen et al. legten bei den vorstehend skizzierten Beobachtungen Haltzeiten von 4 Wochen zugrunde, da die Aktien des Versuchssamples durchschnittlich drei Wochen lang ausgeliehen wurden²²⁵. Es wurden aber auch kürzere und längere Zeiträume untersucht²²⁶.

Während sich die hypothetischen Annahmen hinsichtlich der DIN-, SIN-, und SOUT- Aktien nicht oder nur schwach bestätigen ließen²²⁷, fiel das Untersuchungsergebnis hinsichtlich der DOUT- Kategorie deutlich aus: Aktien, die trotz steigender Belassungspreise verstärkt ausgeliehen wurden, verzeichneten ökonomisch bedeutsame und statistisch signifikante unterdurchschnittliche Kursentwicklungen von im Schnitt – 2-3 % in einem Monat²²⁸. Nach Auffassung von *Cohen et al.* spricht der in der Studie festgestellte Zusammenhang zwischen steigenden Leihgebühren, gesteigerter Nachfrage nach Wertpapierdarlehen und negativen Renditeentwicklungen dafür, dass Aktienleerverkäufen eine nicht unerhebliche Bedeutung bei der Einpreisung negativer Informationen in die Kurse von Aktien zukommt²²⁹.

(3) Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World (Bris/ Goetzmann/ Zhu)

*Bris et al.*²³⁰ untersuchten, inwieweit sich Leerverkaufsbeschränkungen auf die Preisbildung von Wertpapierkursen auswirken. Der theoretische Ausgangspunkt dieser empirischen Untersuchung ist die auf *Diamond & Verrecchia*²³¹ zurückgehende These, dass Leerverkaufsbeschränkung die Einpreisung negativer Informationen in die Kurse von Wertpapieren behindern²³². *Bris et al.* analysierten Aktienmärkte von 46 Nationen daraufhin, ob an ihnen während des Studienzeitraums²³³ Aktienleerverkäufe rechtlich und tatsächlich möglich sind und messen, in welcher Weise sich die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen auf die Preiseffizienz der betreffenden Märkte auswirkt²³⁴. Dabei stellte

²²⁴ Cohen et al. 2007, S. 2073.

²²⁵ Cohen et al. 2007, S. 2071.

²²⁶ Cohen et al. 2007, S. 2071 und 2078–2080.

²²⁷ Cohen et al. 2007, S. 2076.

²²⁸ Cohen et al. 2007, S. 2094.

²²⁹ Cohen et al. 2007, S. 2061 und 2094.

²³⁰ Bris et al. 2007.

²³¹ Diamond und Verrecchia 1987.

²³² Bris et al. 2007, S. 1046.

²³³ Studienzeitraum: Januar 1990- Dezember 2001Bris et al. 2007, S. 1036.

²³⁴ Es existieren unterschiedliche Ansätze, die Effizienz von Aktienmärkten zu bestimmen. Einen allgemein anerkannten Standard gibt es aber nicht. *Bris et al.* messen die Markteffizienz mit Hilfe des so genannten

sich heraus, dass Leerverkäufe nicht in allen Märkten, in denen sie rechtlich zulässig sind, auch tatsächlich durchgeführt werden. Vielmehr können *Bris et al.* nur in 25 der untersuchten 46 Märkte relevante Leerverkaufsaktivitäten feststellen, obgleich in den meisten untersuchten Märkten Leerverkäufe rechtlich zulässig waren²³⁵.

Bris et al. ermitteln die Preiseffizienz der untersuchten Märkte mit Hilfe des so genannten *downside-minus-upside R²-measure* sowie durch die Messung von Verzögerungen bei Preisanpassungen einzelner Aktientitel im Verhältnis zum gesamten Markt; Mit Hilfe des *downside-minus-upside R²-measure* lässt sich die Einpreisung idiosynkratischer Risiken²³⁶ in den Kurs einer Aktie ermitteln. Anknüpfend an *Morck et al.*²³⁷ nehmen *Bris et al.* an, dass Märkte mit zunehmender Effizienz auch höhere idiosynkratische Risiken aufweisen, da in effizienten Märkten eine schnellere und vollständigere Einpreisung negativer Informationen stattfindet²³⁸. Soweit Leerverkäufe die Preiseffizienz von Märkten verbessern, sollten Märkte, in denen Leerverkäufe durchführbar sind, daher höhere idiosynkratische Risiken aufweisen als Märkte, in denen keine Leerverkäufe durchgeführt werden. Anknüpfend an *Hou et al.*²³⁹ nehmen *Bris et al.* desweiteren an, dass die Effizienz eines Marktes anhand der Geschwindigkeit, mit der Wertpapierpreise auf bewertungsrelevante Informationen reagieren, messbar ist. Je mehr Zeit Preisanpassungen benötigen, desto weniger effizient ist der Markt. *Bris et al.* messen daher die Verzögerung von Preisanpassungen individueller Aktientitel im Vergleich zu der Entwicklung des Gesamtmarktes²⁴⁰.

Die Ergebnisse der Studie fielen hinsichtlich der Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Preiseffizienz von Aktienmärkten nicht eindeutig aus. Es fanden sich nur schwache aber

downside-minus-upside R²-measure durch den sich die Einpreisung idiosynkratischer Risiken in die Kurse von Aktien ermitteln lässt und durch die Messung von Verzögerungen bei der Preisfindung von Aktienkursen. Vgl. *Bris et al.* 2007, S. 1031.

²³⁵ Die Zurückhaltung der Marktteilnehmer bezüglich Leerverkäufen war auf vielerlei Ursachen zurückzuführen: So unterbanden etwa in Chile und in der Türkei die steuerrechtliche Behandlung von Wertpapierdarlehen effektiv die an sich rechtlich zulässige Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen. In den Philippinen war die Rechtslage hinsichtlich Leerverkäufen nicht eindeutig und in Thailand waren Leerverkäufe zwar erlaubt, aufgrund wenig liquider Wertpapierleihe-Märkte aber kaum durchführbar. Vgl. *Bris et al.* 2007, S. 1041.

²³⁶ Das Risikomanagement versteht unter *idiosynkratischen Risiken* (gelegentlich auch als *nichtsystematische Risiken* bezeichnet) solche Risiken die – im Gegensatz zu den allgemeinen Marktrisiken – nicht dem Markt als Ganzes, sondern einzelnen Unternehmen/ Emittenten zuzuordnen sind.

²³⁷ *Morck et al.* 2000.

²³⁸ *Bris et al.* 2007, S. 1046.

²³⁹ *Hou und Moskowitz* 2005.

²⁴⁰ *Bris et al.* 2007, S. 1049.

gleichwohl statistisch signifikante Hinweise darauf, dass Leerverkäufe zu einer effizienteren Preisfindung einzelner Aktien beitragen²⁴¹.

(4) Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis (Beber/ Pagano)

*Beber et al.*²⁴² untersuchen, inwieweit Leerverkaufsbeschränkungen den Preisfindungsmechanismus bei den von diesen Beschränkungen betroffenen Aktientiteln beeinflussen. Die Finanzmarktforschung nimmt ganz überwiegend an, dass Leerverkaufsbeschränkungen Marktteilnehmer mit negativen Erwartungen aus dem Markt drängen, so dass negative Einschätzungen nicht vollständig in die Kurse von Leerverkaufsverboten unterworfenen Aktientiteln einfließen können. Dadurch wird der Preisfindungsprozess behindert²⁴³. *Beber et al.* überprüfen diese These anhand einer 30 nationale Aktienmärkte umfassenden empirischen Untersuchung. Entsprechend der Grundsätze der Effizienzmarkthypothese nehmen *Beber et al.* an, dass die Kurse effizient gepreister Aktien einem zufälligen Muster (*random walk*) folgen²⁴⁴. Die untersuchten Aktien werden in zwei Kategorien eingeteilt: Der ersten Kategorie werden Aktien zugeordnet, die während des Beobachtungszeitraums keinen Leerverkaufsbeschränkungen unterworfen waren. Die zweite Kategorie umfasst Aktientitel, die während des Beobachtungszeitraums nicht leer verkauft werden durften. *Beber et al.* stellten bei den von Leerverkaufsverboten betroffenen Wertpapieren der zweiten Kategorie signifikant stärkere Abweichungen von zufälligen Kursverläufen (*random walk*) fest, als bei Aktientiteln der ersten Kategorie, die nicht von Leerverkaufsverboten betroffenen waren. Zudem war zu beobachten, dass Leerverkaufsbeschränkungen den Preisfindungsmechanismus in fallenden Märkten signifikant stärker beeinträchtigen, als in steigenden Märkten. Diese Erkenntnis deckt sich mit den Annahmen der theoretischen Finanzmarktforschung und den Absichten der Aufsichtsbehörden, in Zeiten stark fallender Märkte durch Leerverkaufsverbote die Einarbeitung negativer Preisinformationen in die Aktienpreise zu erschweren²⁴⁵. *Beber et al.* werten die bei den von Leerverkaufsverboten betroffenen Aktientiteln nachweisbaren

²⁴¹ Bris et al. 2007, S. 1031, 1050–1051.

²⁴² Beber und Pagano 2013. Die Studie setzt sich sowohl mit den Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf die Liquidität, als auch auf den Preisfindungsmechanismus von Wertpapieren auseinander. Der die liquiditätsmindernden Auswirkungen von Leerverkaufsverboten betreffende Abschnitt der Studie wurde vorstehend unter Ziffer I.C.1.c) (1) dargestellt.

²⁴³ Beber und Pagano 2013, S. 347 ff mit zahlreichen Literaturhinweisen; Bris et al. 2007; Saffi und Sigurdsson 2011.

²⁴⁴ Ausführlich zur Random Walk –Theorie: Fama 1965.

²⁴⁵ Beber und Pagano 2013, S. 347 & 374–375.

verstärkten Abweichungen von zufälligen Kursverläufen als Indiz für eine Behinderung der Preisfindungsprozesse bei diesen Wertpapieren²⁴⁶.

3. Leerverkäufe und Kursvolatilität

Die Volatilität beschreibt die Schwankungsbreite des Kurses eines Wertpapiers²⁴⁷. Technisch betrachtet stellt sich Volatilität als Standardabweichung einer in regelmäßigen Intervallen gemessenen Serie von Preisänderungen dar²⁴⁸. Volatile Finanzinstrumente neigen zu starken Kursbewegungen innerhalb einer weiten Preisskala²⁴⁹.

a) Bedeutung von Volatilität für den Aktienmarkt

Die Volatilität von Aktienkursen gilt als wichtiges Risikomaß. Exzessive Volatilität – also Kursausschläge, die nicht von bewertungsrelevanten Informationen bezüglich des betroffenen Aktientitels oder des gesamten Marktes begleitet werden – sind aus Sicht der meisten Investoren unerwünscht. Solch exzessive Volatilität unterminiert die Aussagekraft von Aktienkursen hinsichtlich des intrinsischen Wertes einer Aktie²⁵⁰. Zudem erhöht exzessive Volatilität das Risiko für Market Maker. Dies wiederum zieht Entgelterhöhungen der Liquiditätsprovider (Market Maker) nach sich, da diese sich das erhöhte Liquiditätsrisiko vergüten lassen. Hohe Volatilität erschwert zudem Investoren die effektive Anlage ihrer Finanzmittel, da sie das Vorhalten erhöhter Sicherheiten zur Erfüllung gesetzlicher Liquiditätsvorschriften oder zur Absicherung von Gläubigern erfordert. Zudem unterminiert sie das Anlegervertrauen in die Stabilität des Aktienmarktes²⁵¹.

Obgleich die durchschnittliche Volatilität an den großen Aktienmärkten der Welt mit Ausnahme des japanischen Aktienmarktes seit dem weltweite Börsencrash vom 19. Oktober 1987 relativ niedrig ist²⁵², befassen sich Wirtschaftswissenschaften und Marktaufsichtsbehörden seit Jahren mit der Frage, wie sich die Volatilität von

²⁴⁶ Beber und Pagano 2013, S. 374–375.

²⁴⁷ Berlin & Co, S. 1; Finance Glossary, S. volatility.

²⁴⁸ Australian Securities Exchange.

²⁴⁹ Vergleiche: Connors 2007, S. 2.

²⁵⁰ Karolyi 2001, S. 1.

²⁵¹ U.S. Securities and Exchange Commission 1988, S. 12.

²⁵² Schwert 1998, S. 93; Malkiel und Xu, bestätigen die Aussage Schwerts, wonach die durchschnittliche Marktvolatilität in den vergangenen Jahren nicht zugenommen hat, stellen allerdings einen Anstieg der idiosynkratischen Volatilität fest. Vergleiche: Malkiel und Xu 1999, S. 29–30. Bekaert et al. vermögen dagegen an den Aktienmärkten der entwickelten Industrienationen keinen Anstieg der idiosynkratischen Volatilität festzustellen: Vergleiche: Bekaert et al. 2009, S. 25–26.

Wertpapiermärkten weiter reduzieren läßt. Die Vorschläge reichen hier von der Einführung von Transaktionssteuern oder automatischen Handelsaussetzungen im Krisenfall (circuit breaker) bis zu einer Beschränkung des automatisierten Handels oder einer Erhöhung von margin requirements²⁵³.

b) Messbarkeit/ Bestimmbarkeit von Kursvolatilität bei Wertpapieren

Die relative Volatilität einer Aktie oder eines Portfolios wird meist mit der Recheneinheit „beta“ (β) angegeben. Der beta-Wert eines Aktientitels wird dabei in Verhältnis zu einer Vergleichsgruppe anderer Aktienwerte gesetzt. Meist ist diese Vergleichsgruppe ein großer Aktienindex (MSCI World Index, Standard & Poor's 500- Index), der den Gesamtmarkt repräsentiert. Ein beta von 1,0 bedeutet, dass die betreffende Aktie die gleiche Volatilität wie die Vergleichsgruppe aufweist. Aktien mit beta- Werten $<1,0$ sind weniger volatil als die Vergleichsgruppe, während Aktien mit beta- Werten $>1,0$ eine höhere Volatilität als die der Vergleichsgruppe aufweisen²⁵⁴.

c) Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Volatilität von Wertpapierkursen

Die Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Volatilität individueller Aktienkurse oder auf jene von Aktienmärkten insgesamt sind bislang wenig erforscht. Einige Studienergebnisse deuten darauf hin, dass Aktienleerverkäufer antizyklisch handeln, verstärkt bei steigenden Kursen leer verkaufen und Aktienkurse auf diese Weise mit ihren Fundamentaldaten in Übereinstimmung bringen²⁵⁵.

Bislang gibt es keine allgemein akzeptierten Erklärungsmodelle zu der Frage, wie sich Aktienleerverkäufe auf die Volatilität von Aktienkursen auswirken. Nach *Hong und Stein (2003)*²⁵⁶ wird durch Leerverkaufsrestriktionen die kontinuierliche Einpreisung negativer Informationen in Aktienkurse behindert, was abrupte Preisbewegungen und exzessive Volatilität begünstige. Auch *Miller (1977)*²⁵⁷, *Scheinkman und Xiong (2003)*²⁵⁸, *Abreu und*

²⁵³ Malkiel und Xu 1999, S. 2.

²⁵⁴ Wahlstrom 2008, S. 2.

²⁵⁵ Boehmer und Wu 2009; Diether et al. 2007.

²⁵⁶ Hong und Stein 2003.

²⁵⁷ Miller.

²⁵⁸ Scheinkman und Xiong 2003.

*Brunnermeier (2003)*²⁵⁹ sowie *Bai, Chang und Wang (2006)*²⁶⁰ entwickeln theoretische Marktmodelle, bei denen die Volatilität von Aktienkursen in Gegenwart von Leerverkaufsbeschränkungen zunimmt. *Liu (2010)*²⁶¹ zeigt anhand eines theoretischen Modells, dass sich Aktienleerverkäufe vor allem auf die Kurse von Finanzinstituten destabilisierend auswirken können. Aktienleerverkäufe führen nach *Liu* in Phasen erhöhter Volatilität zu erhöhter Ungewissheit und Informationsasymmetrie hinsichtlich der Fundamentaldaten von Unternehmen. In *Lius* Modell führen aggressive Leerverkäufe zu einem Rückzug von Kreditgebern aufgrund zunehmender Ungewissheit, Informationsasymmetrie und Kursvolatilität der betroffenen Aktienkurse. Das aggressive Verhalten prädatorisch agierender Leerverkäufer und die Risikoaversion der Kreditgeber verstärken sich gegenseitig, was letztlich zu einem Abzug von Kreditmitteln aus dem Finanzinstitut führe. Zwar verschlechtere sich durch Aktienleerverkäufe nicht der Fundamentalwert des betroffenen Unternehmens. Wohl aber könne durch aggressive Leerverkäufe ausgelöste Ungewissheit zu einer Verschlechterung der Anlagesicherheit und letztlich zu einem Rückzug risikoaverser Kreditgeber führen. Aufgrund ihres überdurchschnittlich hohen und kurzfristigen Refinanzierungsbedarfs²⁶² sind Finanzinstitute durch Entwicklungen der vorstehend skizzierten Art besonders verwundbar²⁶³.

Empirische Untersuchungen weisen mehrheitlich daraufhin, dass Leerverkäufe Aktienkurse nicht destabilisieren und sich sogar volatilitätsmindernd auswirken. So untersuchen *Charoenrook und Daouk (2005)*²⁶⁴ die Auswirkungen von Leerverkaufsrestriktionen auf die Volatilität von Aktienkursen unter Zugrundlegung von Marktdaten aus 111 Ländern während des Zeitraums Dezember 1969 - Dezember 2002. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass an Aktienmärkten, an denen Leerverkäufe durchgeführt werden können, die durchschnittliche Kursvolatilitäten geringer ausfallen als an Aktienmärkten, an denen keine Leerverkäufe stattfinden. *Diether et al. (2009)*²⁶⁵, *Alexander und Peterson (2008)*²⁶⁶ sowie *Bhargava und Konku*²⁶⁷ verwenden im Rahmen der US-amerikanischen Regulation SHO²⁶⁸ erhobene Daten

²⁵⁹ Brunnermeier und Abreu 2003.

²⁶⁰ Bai et al. 2006.

²⁶¹ Liu 2010.

²⁶² Liu 2010, S. 6, siehe Fn.5.

²⁶³ Liu 2010, S. 5.

²⁶⁴ Daouk und Charoenrook 2005.

²⁶⁵ Diether et al. 2009.

²⁶⁶ Alexander und Peterson 2008.

²⁶⁷ Bhargava und Konku 2010.

²⁶⁸ Ausführlich zur Regulation SHO siehe nachfolgend Abschnitt II.B. 3. a).

zur Messung der Effekte, die Leerverkaufsrestriktionen²⁶⁹ auf die Volatilität und Preisfindung bei Aktienkursen haben. Alle Studien untersuchen den Aktienhandel an der New York Stock Exchange (NYSE) und an der National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq). *Dieter et al.*, *Alexander und Peterson* sowie *Bhargava und Konku* stellen nur leichte aber gleichwohl signifikante Volatilitätszuwächse fest, wenn Leerverkaufsrestriktionen keine Anwendung finden. *Boehmer und Wu* können keine Verstärkung extremer Preisausschläge durch Leerverkäufe feststellen. Sie nehmen im Gegenteil an, dass Leerverkäufe selbst in einem besonders volatilen Umfeld zu einer effektiven Preisfindung beitragen²⁷⁰.

*Shkilko et al. (2012)*²⁷¹ weisen zwar eine geringe Verstärkung von Abwärtstrends bei Wertpapierkursen durch Leerverkäufe nach, betonen aber, dass der durch Leerverkäufer verursachte Preisdruck sekundär sei; Die von *Shkilko et al.* analysierten Kursrückgängen wurden ganz überwiegend durch reguläre Aktienverkäufe (*long selling*) verursacht – Leerverkäufe spielten bei diesen Kursrückgängen nur eine untergeordnete Rolle²⁷².

*Takahashi und Xu (2013)*²⁷³ finden Anzeichen dafür, dass Aktientitel, die aus Indizes ausscheiden (*index deletion*) verstärkt leerverkauft werden. Auf diese Art versuchen Leerverkäufer von dem durch die *index deletion* verursachten Preisrückgang zu profitieren. *Takahashi und Xu* stellen fest, dass die von einer *index deletion* betroffenen Aktientitel unmittelbar nach Bekanntgabe der *index deletion* aggressiv leerverkauft werden. Nach Durchführung der *index deletion* werden die zuvor aufgebauten Short-Positionen rasch geschlossen. Die im Zusammenhang mit *index deletions* durchgeführten Leerverkäufe wirken sich nach Auffassung von *Takahashi und Xu* destabilisierend auf die Kurse der untersuchten Aktientitel aus²⁷⁴.

Die empirische Finanzmarktforschung gelangt hinsichtlich der Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Volatilität von Aktienkursen also zu durchaus unterschiedlichen Ergebnissen. Während einige Studien Leerverkäufen keine volatilitätserhöhenden Wirkungen

²⁶⁹ Untersucht wurden die Auswirkungen der Uprtick- Rule (bzw. die einer Suspendierung der Uptick- Rule) auf Aktienkurse.

²⁷⁰ Boehmer und Wu 2013, S. 309–314.

²⁷¹ Shkilko et al. 2012.

²⁷² Shkilko et al. 2012, S. 367.

²⁷³ Takahashi und Xu 2013.

²⁷⁴ Takahashi und Xu 2013, S. 3, 18.

zuschreiben, gelangen andere Untersuchungen zu dem gegenteiligen Ergebnis. Namentlich in Krisensituationen können Leerverkäufe aber offenbar volatilitätsverstärkend wirken.

(1) Short Selling and the Price Discovery Process (Boehmer/ Wu)

Die Vermutung, dass Leerverkäufe vor allem in Krisensituationen die Kursstabilität von Aktien beeinträchtigen und zu irrationalen Volatilitätsausschlägen bei den von Leerverkäufen betroffenen Aktientite beitragen könnten, veranlasste in der Vergangenheit mehrere Finanzmarktaufsichtsbehörden, temporäre Leerverkaufsverbote- oder Beschränkungen zu erlassen²⁷⁵. Um die Stichhaltigkeit dieser Annahme zu verifizieren, untersuchen *Boehmer und Wu* den Zusammenhang zwischen so genannten *Price Reversals* und Leerverkäufen²⁷⁶. *Price Reversals* sind Kursveränderungen, die umgehend durch anschließende gegenläufige Kursentwicklungen teilweise, vollständig oder sogar überschießend neutralisiert werden (Kursausreißer). Sie treten ohne Vorliegen neuer bewertungsrelevanter Informationen auf, da sie andernfalls nicht sogleich wieder revidiert werden würden²⁷⁷. *Price Reversals* sind das Ergebnis zufälliger Ereignisse, wie etwa infolge von Kapitalabflüssen aus Indexfonds erforderlich werdender Wertpapierverkäufe²⁷⁸. *Boehmer und Wu* unterstellen, dass Leerverkäufer sich an den Fundamentaldaten der von ihnen leer verkauften Aktientitel orientieren und nur dann tätig werden, wenn sie den leer verkauften Aktientitel für überbewertet halten. Folglich sollten Leerverkäufer ihre Verkaufsaktivität bei *Price Reversals* nicht ausweiten oder sogar reduzieren, da *Price Reversals* nicht durch bewertungsrelevante Informationen indiziert und nur sehr kurzfristiger Natur sind²⁷⁹.

²⁷⁵ So begründeten bspw. sowohl die US-amerikanische Finanzmarktaufsicht SEC, als auch die deutsche BaFin ihre im Herbst 2008 erlassenen temporären Leerverkaufsverbote mit irrationalen Kursrückgängen. Hinsichtlich der US-amerikanischen Finanzmarktaufsichtsbehörde SEC vergleiche etwa: U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008a, S. 3: *“This emergency action should prevent short selling from being used to drive down the share prices of issuers even where there is no fundamental basis for a price decline other than general market conditions.”* Hinsichtlich der BaFin vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 19.09.2008: „ (...) Insbesondere bei der derzeitigen Lage der Kapitalmärkte führt ein Einwirken auf die Marktpreise von Aktien bestimmter Kreditinstitute, Börsenbetreiber, Versicherungsunternehmen und weiteren Unternehmen der Finanzbranche zu exzessiven Preisbewegungen, welche die Stabilität des Finanzsystems gefährden könnten und somit zu erheblichen Nachteilen für den Finanzmarkt führen können.“

²⁷⁶ Boehmer und Wu 2013.

²⁷⁷ Boehmer und Wu 2013, S. 310.

²⁷⁸ So ziehen institutionelle Investoren bei fallenden Kursen oder bei nervösen Marktlagen häufig ihre Mittel aus Indexfonds ab, ohne dass dies durch Fundamentaldaten der in den Indexfonds vertretenen Unternehmen gerechtfertigt wäre. Hieraus können kurzfristige Kursverluste bei den in den Indexfonds vertretenen Aktientiteln eintreten, die aber regelmäßig in Abwesenheit bewertungsrelevanter Neuigkeiten schnell wieder aufgehoben werden. Näher zu diesem Phänomen vgl. Haimann 2013.

²⁷⁹ Boehmer und Wu 2013, S. 310.

Um diese These zu überprüfen, definieren *Boehmer und Wu* zunächst solche Kursausschläge als erhebliche Preisveränderungen, die sich um mehr als zwei Standardabweichungen von dem Durchschnittskurs der vorausgehenden 20 Handelstage entfernen. Diese Standardabweichungen werden – abhängig von den sich am Folgetag des Kursausschlags auftretenden Entwicklungen – einer von vier Kategorien zugeordnet: Entweder der Kursausschlag setzt sich fort (Kategorie A), der Kursausschlag wird geringfügig revidiert (Kategorie B)²⁸⁰, der Kursausschlag wird stark revidiert (Kategorie C)²⁸¹, oder der Kursausschlag wird überschießend revidiert (Kategorie D)²⁸². Der Schwerpunkt der Untersuchung liegt auf negativen *Price Reversals* – also auf nicht informationsbedingten Kurseinbrüchen, die rasch von nachfolgenden Kurserholungen revidiert werden – da geklärt werden soll, ob durch Leerverkäufer tatsächlich irrationale Kursrückgänge verstärkt werden²⁸³. *Boehmer und Wu* ermitteln für jedes negative *Price Reversal* des Versuchssamples, inwieweit die Leerverkaufsaktivität in dem betreffenden Aktientitel an dem Tag des *Price Reversals* sowie an dessen Folgetag von der durchschnittlichen Leerverkaufstätigkeit der vorausgehenden zwanzig Tage abweicht. Sie erwarten, dass Leerverkäufer bei negativen *Price Reversals* ihre Leerverkaufsaktivitäten verringern, da die im Zusammenhang mit negativen *Price Reversals* auftretenden Kurseinbrüche als nur kurzfristige, nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigte Kursrückgänge erkannt und die den Kursrückgängen unmittelbar nachfolgenden Kurserholungen antizipiert werden. Mit zunehmender Neutralisierung des Kursausschlages infolge der sich dem Kursrückgang anschließenden *Price Reversals* sollte dann die Leerverkaufstätigkeit wieder zunehmen. Die Zunahme der Leerverkaufstätigkeit wird, so die Hypothese, nach starken *Price Reversals* stärker ausfallen, als nach schwachen *Price Reversals*, da Erstere die durch den nicht informationsbedingten Kursrückgang verursachte Fehlpreisung stärker ausgleichen als Letztere²⁸⁴.

Tatsächlich werden die vorstehend skizzierten Thesen durch die Untersuchung bestätigt: Bis zu dem Auftreten der Kursrückgänge bleibt die Leerverkaufstätigkeit in allen Kategorien A-D

²⁸⁰ Als geringfügige Reversion werden Kursentwicklungen definiert, die den vorhergehenden Preisausschlag weniger als 20% ausgleichen.

²⁸¹ Als starke Reversion werden Kursentwicklungen definiert, die den vorhergehenden Preisausschlag um mehr als 20% ausgleichen, aber unterhalb (bei positiven Kursausschlägen) bzw. oberhalb (bei negativen Kursausschlägen) des Schlusskurses des dem Preisausschlag vorangehenden Tages bleiben.

²⁸² Als überschießende Revision werden Kursentwicklungen definiert, bei denen der Schlusskurs des dem Kursausschlag folgenden Tages den Schlusskurs des dem Kursausschlag vorangehenden Tages übersteigt (bei negativen Kursausschlägen) bzw. unterschreitet (bei positiven Kursausschlägen).

²⁸³ Boehmer und Wu 2013, S. 310–311.

²⁸⁴ Boehmer und Wu 2013, S. 312.

auf dem Niveau der vorausgehenden zwanzig Handelstage. Am Tag des Kursrückganges nimmt die Leerverkaufstätigkeit in allen Kategorien deutlich ab. An dem Folgetag des Kursrückgangs weisen die unterschiedlichen Kategorien verschiedene Entwicklungen der Leerverkaufsaktivitäten auf: In Kategorie A (der Kursrückgang setzt sich am Folgetag fort) nimmt die Leerverkaufsaktivität weiter ab und bleibt auch in den darauffolgenden Tagen niedrig. In Kategorie B (der Preisverfall wird an dem Folgetag des Kurseinbruchs um bis zu 20% revidiert) nimmt die Leerverkaufstätigkeit leicht zu, verharrt aber in den folgenden Tagen auf niedrigem Niveau. In Kategorie C erreicht das Leerverkaufsvolumen bereits am Folgetag des Kurseinbruchs annähernd das vor dem Kursrückgang bestehende Niveau und in Kategorie D ist am Folgetag des Kursrückganges auch die stärkste Steigerung der Leerverkaufsaktivität feststellbar²⁸⁵. Generell und in allen Kategorien A-C war feststellbar, dass die Stärke der Leerverkaufstätigkeit am ersten Tag nach dem Kursrückgang mit der zeitgleich erfolgenden Reversion des Kursrückganges korrelierte: Je stärker die Reversion ausfiel, desto stärker nahm auch die Leerverkaufstätigkeit zu²⁸⁶.

Boehmer und Wu folgern aus ihren Beobachtungen, dass Leerverkäufer offenbar nicht bei irrationalen, nicht informationsbedingten Kursrückgängen aktiv werden sondern dass sie – im Gegenteil – ihre Tätigkeit in solchen Situationen eher einschränken und auf diese Weise auch in volatilen Situationen durch marktkonträres Agieren zu einer marktgerechten Preisung von Wertpapieren beitragen können²⁸⁷. Hinweise, die darauf hindeuten, dass Leerverkäufer durch ihr Handeln Kursvolatilitäten verstärken, konnten *Boehmer und Wu* nicht ausmachen.

(2) Short Selling during Extreme Market Movements (Blau/ Ness/ Ness/ Wood)

Blau et al (2009)²⁸⁸ untersuchen Leerverkäufe in an der *New York Stock Exchange* (NYSE) notierten Aktientiteln des Standard & Poor's 500 Indexes. Der Untersuchungszeitraum umfasst die Kalenderjahre 2005 und 2006. Die Studie stützt sich auf im Rahmen der sogenannten Regulation SHO²⁸⁹ von der SEC erhobene Leerverkaufsdaten sowie auf

²⁸⁵ Boehmer und Wu 2013, vgl. S. 313 und Grafiken auf S. 310 (Figure 2).

²⁸⁶ Boehmer und Wu 2013, S. 313.

²⁸⁷ Boehmer und Wu 2013, S. 314.

²⁸⁸ Blau et al. 2009.

²⁸⁹ Ausführlich zur Regulation SHO siehe nachfolgend Abschnitt II.B. 3. a).

Transaktionsdaten der *Trade and Quote Database* (TAQ)²⁹⁰. Handelsdaten über ausgegebene Aktien, Marktkapitalisierung und tägliche Kursstände wurden vom *Center for Research in Security Prices* (CRSP) bereitgestellt²⁹¹.

Auf Basis von CRSP-Daten ermitteln *Blau et al.* zunächst die Handelsaktivität in den untersuchten Aktientiteln sowie die Höhe der in den untersuchten Aktien durchgeführten Leerverkaufsumsätze²⁹². Ebenfalls anhand von CRSP-Daten werden zudem die Kurs- und die Renditevolatilität der untersuchten Aktien ermittelt²⁹³.

Ziel der Studie ist die Klärung der Frage, ob Aktienleerverkäufer bei großen Kursausschlägen in Richtung dieser Kursausschläge handeln, oder ob sie konträre Positionen einnehmen²⁹⁴. Im Fokus der Untersuchung steht somit das Verhalten von Aktienleerverkäufern an besonders volatilen Handelstagen. *Blau et al.* konzentrieren sich dabei auf Handelstage, an denen sich der S&P 500 Index mindestens zwei Standardabweichungen von seinem Mittelwert entfernt (*event days*): Positive Abweichungen im vorgenannten Sinne werden als „extreme up days“ und negative Abweichungen als „extreme down days“ definiert. Während des Untersuchungszeitraums traten 12 „extreme up days“ und 12 „extreme down days“ auf²⁹⁵.

Blau et al. stellen fest, dass die Anzahl der Leerverkaufstransaktionen sowie das *short turnover*²⁹⁶ an „extreme down days“ signifikant zunahmen, während sich die *short interest ratio*²⁹⁷ nur insignifikant erhöhte²⁹⁸. An „extreme up days“ sank die Zahl getätigter Leerverkaufstransaktionen in signifikanter Weise²⁹⁹. *Blau et al.* folgern aus den gewonnenen Erkenntnissen, dass Aktienleerverkäufer sowohl bei starken Kursgewinnen (*extreme up days*), als auch bei starken Kursrückgängen (*extreme down days*) ihr in wenig volatilen Marktphasen charakteristisches antizyklisches Verhalten aufgeben und dem Markttrend folgen³⁰⁰. Die

²⁹⁰ Die Trade and Quote Database (TAQ) enthält Informationen über alle Intraday-Trades und Quotes von an der New York Stock Exchange, der American Stock Exchange, dem Nasdaq National Market System gehaltenen Wertpapiere sowie über einige small-cap (schwach kapitalisierte) Aktientitel. Vgl. Northwestern University.

²⁹¹ Blau et al. 2009, S. 4.

²⁹² Blau et al. 2009, S. 4–5.

²⁹³ Blau et al. 2009, S. 4.

²⁹⁴ Blau et al. 2009, S. 2–3.

²⁹⁵ Blau et al. 2009, S. 5.

²⁹⁶ short turnover = Summe aller Leerverkäufe eines definierten Zeitraums dividiert durch die Anzahl aller ausgegebenen Aktien einer Aktiengesellschaft. Vgl. Blau et al. 2009, S. 21, Table 3.

²⁹⁷ short interest ratio (auch: short ratio) = Volumen aller Leerverkaufstransaktionen dividiert durch die Summe aller durchgeführten Transaktionen, vgl. Blau et al. 2009, S. 21, Table 3.

²⁹⁸ Blau et al. 2009, S. 9.

²⁹⁹ Blau et al. 2009, S. 17.

³⁰⁰ Blau et al. 2009, S. 9.

Erkenntnisse von *Blau et al.* sind damit nicht vereinbar mit den Erkenntnissen von *Boehmer & Wu*³⁰¹, denen zufolge Aktienleerverkäufer bei starken Kursrückgängen antizyklisch handeln oder jedenfalls ihre Leerverkaufsaktivitäten nicht steigern.

(3) Aggressive Short Selling and Price Reversals (Shkilko/ Van Ness/ Van Ness)

Shkilko et al. (2009)³⁰² untersuchen Aktienleerverkäufe im zeitlichen Zusammenhang mit kurzfristigen, nicht informationsbedingten Kurseinbrüchen, denen eine schnelle teilweise oder vollständige Erholung des Aktienkurses („*Price Reversal*“) folgt. Die Fokussierung auf *Price Reversals* folgt dem theoretischen Argument, dass sich Kursverluste, die in Abwesenheit von kursrelevanten Nachrichten eintreten und die sich binnen kurzer Frist ganz oder überwiegend revidieren, nicht mit einer Anpassung des Aktienkurses an Fundamentalwerte erklären lassen³⁰³. Derartige kurzzeitige Kursrückgänge können namentlich durch Not- und Liquiditätsverkäufe institutioneller Anleger eintreten³⁰⁴. Prädatorische Marktteilnehmer³⁰⁵ nutzen dann den durch Notverkäufe entstandenen Verkaufsdruck für aggressive Leerverkaufsstrategien und verstärken auf diese Weise die Kursrückgänge³⁰⁶.

Das von *Shkilko et al.* ausgewählte Versuchssample umfasst die Handels- und Kursdaten („trades and quotes“ = TAQ) aller an der NASDAQ notierten Wertpapiere der Zeitraums Mai 2005 – Mai 2006. Leerverkaufstransaktionen werden durch einen Abgleich von TAQ- Daten mit den auf Grundlage Regulation SHO gemeldeten Marktdaten identifiziert³⁰⁷. Der Beobachtungszeitraum ist auf die regulären Börsenhandelszeiten beschränkt. Jeder Handelstag wird in achtundsiebzig fünf-Minuten-Intervalle unterteilt. Um Tage mit großen price reversals zu ermitteln – so genannte „event days“ – wird für jede Aktie des Untersuchungssamples zunächst in fünf-Minuten- Intervallen die durchschnittliche Kursvolatilität der den „event days“ vorausgehenden zwanzig Handelstage ermittelt. Als

³⁰¹ Boehmer und Wu 2013.

³⁰² Anmerkung: Vorangehende Versionen der Studie trugen die Bezeichnungen: „Predatory Short Selling“ und „Price-destabilizing Short Selling“.

³⁰³ Kursveränderungen, die auf neuen bewertungsrelevanten Informationen beruhen, führen demzufolge nicht zu price reversals, sondern zu dauerhaften Änderungen des Kursniveaus. Vergleiche: Shkilko et al. 2009, S. 4

³⁰⁴ Vgl. Shkilko et al. 2009, S. 4.

³⁰⁵ Prädatorische Marktteilnehmer sind nach Brunnermeier et al. Marktteilnehmer, deren Handelsstrategien darauf abzielen, von Notverkäufen anderer Marktteilnehmer zu profitieren und die derartige Notverkäufe ggf. sogar provozieren. Vgl. Brunnermeier und Pedersen 2005, S. 1825.

³⁰⁶ Brunnermeier und Pedersen 2005, S. 1825; Shkilko et al. 2009, S. 4,8.

³⁰⁷ 97% aller nach den Vorschriften der Regulation SHO gemeldete Aktienleerverkäufe können den von der TAQ- Database erfassten Transaktionen zugeordnet werden: Shkilko et al. 2009, S. 10.

„event days“ sind Handelstage definiert, an denen der Kurs einer Aktie um mindestens zwei Standardeinheiten von dem zuvor bestimmten Mittelwert abfällt, soweit er noch am gleichen Handelstag die erlittenen Verluste zu 90%- 110% wieder aufholt³⁰⁸. Auch die durchschnittlichen Leerverkaufsvolumina werden für alle fünf-Minuten-Intervalle der dem „event day“ vorausgehenden zwanzig Handelstage ermittelt.

Shkilko et al. stellen an „event-days“ signifikant relevante Anstiege der Leerverkaufstätigkeit fest. Insbesondere besonders starke Kursrückgänge gehen mit deutlich erhöhten, die Kursrückgänge signifikant verstärkenden Leerverkaufsaktivitäten einher³⁰⁹.

Bei den von *Shkilko et al.* beobachteten Kursrückgängen verhielten sich Aktienleerverkäufer offenbar nicht antizyklisch, sondern sie handelten in Richtung der allgemeinen Marktbewegung. Auf diese Weise können Aktienleerverkäufer zufällige, nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigte Kursrückgänge, verstärken. *Shkilko et al.* konstatieren daher, dass Aktienleerverkäufe durchaus dazu eingesetzt werden, nicht durch Fundamentaldaten gerechtfertigte Kursrückgänge zu verstärken. Sie sprechen sich daher für eine Regulierung von Aktienleerverkäufen – bspw. durch Einführung einer uptick- rule, die Leerverkäufe in fallende Märkte unterbindet – aus³¹⁰.

(4) Bears and Bulls: Greater Volatility without Ticks? (Clayton/ Reinhart/ Schmidt)

Clayton et al. (2010)³¹¹ untersuchen die Auswirkungen der Aufhebung der so genannten „uptick rule“³¹² durch die US-Finanzmarktaufsicht SEC im Juli 2007 auf die Kursvolatilität der von dieser Maßnahme betroffenen Wertpapiere. Die „uptick rule“ war 1938 von der US-Finanzmarktaufsicht infolge der während der Weltwirtschaftskrise aufgetretenen Kursstürze eingeführt worden. Sie erlaubte den Verkauf börsennotierter Wertpapiere nur bei steigenden oder bei gleichbleibenden Notierungen. Auch Wertpapiere, die nicht börsennotiert waren,

³⁰⁸ Der Umfang der zulässigen Kurskonsolidierung wird auf 90%- 110% begrenzt, um Kursveränderungen, die auf neue Informationen zurückzuführen sind, auszuschließen. Zusätzlich wird mittels des Datendienstes LexisNexis nach neuen Informationen im zeitlichen Umfeld der event days gesucht. Soweit neue Informationen unmittelbar vor oder nach den event days veröffentlicht wurden, werden die betreffenden event days in der Studie nicht berücksichtigt. Vergleiche *Shkilko et al.* 2009, S. 12.

³⁰⁹ *Shkilko et al.* 2009, S. 31.

³¹⁰ *Shkilko et al.* 2009, S. 32.

³¹¹ *Clayton et al.* 2010.

³¹² Uptick-Rule = Rule 10a-1 - Securities and Exchange Act 1934 . Ausführlich zur Uptick-Rule, vgl. nachfolgend Abschnitt II.B.2.a).

wurden von der *National Association of Securities Dealers* (NASD) ab 1994 einer der „uptick-rule“ vergleichbaren Regelung unterworfen, so dass auch diese Wertpapiere lange nicht bei fallenden Kursen verkauft werden konnten³¹³. Durch die vorstehend genannten Regelungen sollte einer Verstärkung von Kursrückgängen durch Leerverkäufe entgegengewirkt werden. Die „uptick-rule“ und die korrespondierende Regelung der NASD für nicht-börsennotierte Wertpapiere wurden nach Durchführung eines ca. zweijährigen Versuchszeitraums – während dessen die „uptick-rule“ für ca. ein Drittel aller an US-Börsen notierten Wertpapiere suspendiert wurde, ohne dass bei diesen Titeln signifikante Volatilitätssteigerungen feststellbar waren – mit Wirkung zum 6. Juli 2007 aufgehoben³¹⁴.

Clayton et al untersuchen, ob und wie stark die Leerverkaufsaktivität bei einhundert zufällig ausgewählten Titeln des Standard & Poor's 500- Indexes (S&P 500) nach Aufhebung der Leerverkaufsrestriktionen zunahm. Zudem untersuchen sie die Volatilitätsentwicklungen verschiedener Parameter (tägliche Rendite / täglichen Höchst- und Tiefstpreise / tägliche Eröffnungs- und Schlusskurse), im zeitlichen Zusammenhang mit der Aufhebung der „uptick-rule“. Zusätzlich werden mehrere US- Markt-Indizes (S&P 500, DJIA, Russell 1000, Russell 2000, Russell 3000, Wilshire 5000) anhand der vorstehend genannten Parameter auf die Auswirkungen der Aufhebung der „uptick-rule“ analysiert. Verglichen wird ein zweimonatiger Zeitraum vor Aufhebung der Leerverkaufsrestriktionen mit dem sich der Verbotsaufhebung anschließenden zweimonatiger Zeitraum.

Clayton et al stellen einen kurzfristigen Anstieg der Leerverkaufsaktivität ab dem 6. Juli 2007 fest, die allerdings schon im September 2007 weitgehend auf ihr Ausgangsniveau zurückkehrt³¹⁵. Bei den täglichen Renditen³¹⁶, den täglichen Höchst- und Tiefstpreisen sowie bei den täglichen Eröffnungs- und Schlusskurse der einhundert untersuchten Titel sowie der US- Markt-Indizes sind nach Aufhebung der Leerverkaufsbeschränkungen ab dem 6. Juni 2007 teils dramatische Anstiege der Volatilität im Vergleich zu dem vorausgehenden Untersuchungszeitraum zu verzeichnen³¹⁷. *Clayton et al* schließen aus ihren Beobachtungen, dass die Aufhebung der „uptick-rule“ im Juni 2007 zu einem deutlichen Anstieg der Kursvolatilität an den US- Wertpapiermärkten führte. Sie vermuten ferner, dass die infolge

³¹³ Clayton et al. 2010, S. 87.

³¹⁴ Clayton et al. 2010, S. 90; Ausführlich zur Uptick-Rule (Rule 10a-1 Securities and Exchange Act of 1934) und deren Aufhebung siehe Abschnitt II.B.2.a) und Abschnitt II.B.3.a) (2).

³¹⁵ Clayton et al. 2010, S. 91–92.

³¹⁶ daily holding period returns = HPR

³¹⁷ Clayton et al. 2010, S. 95–96.

des Platzens der US-Immobilienblase im Jahr 2007 aufgetretenen Kursstürze durch die Aufhebung der „uptick-rule“ begünstigt wurden³¹⁸.

D. Ergebnis: Beurteilung Aktienleerverkäufe aus ökonomischer Sicht

Die zu den Auswirkungen von Aktienleerverkäufen auf die Liquidität von Wertpapiermärkten vorliegenden Studien zeigen, dass Aktienleerverkäufen grundsätzlich eine wichtige liquiditätsspendende Funktion zukommt. Angesichts der überragenden Bedeutung von Liquidität für den Wertpapierhandel ist dieser Gesichtspunkt bei der Regulierung von Aktienleerverkäufen zu berücksichtigen.

Auch die effiziente Preisbildung von Wertpapieren wird – dies legt die Mehrzahl der vorliegenden empirischen Untersuchungen nahe – durch Leerverkäufe gefördert. Allerdings ist in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass die zur Bestimmung der Preiseffizienz von Wertpapieren zur Verfügung stehenden theoretischen Grundlagen – wie etwa die Markteffizienzhypothese, oder die Random-Walk- Theorie – nicht unumstritten sind³¹⁹. Folglich sind auch die auf diesen theoretischen Grundlagen im Zusammenhang mit Leerverkaufstätigkeiten durchgeführten Effizienzmessungen zurückhaltend zu interpretieren.

Hinsichtlich der Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Volatilität von Wertpapieren bieten die für diese Arbeit herangezogenen empirischen Untersuchungen kein eindeutiges Bild; Während manche Studien Leerverkäufen keine volatilitätserhöhenden Wirkungen zuschreiben (vgl. etwa *Boehmer/Wu*³²⁰), gelangen andere Untersuchungen zu dem gegenteiligen Ergebnis; So zeigen namentlich von *Blau et al.*³²¹, *Shkilko et al.*³²² sowie *Clayton et al.*³²³, dass Aktienleerverkäufen namentlich in Krisensituationen durchaus ein gewisses Destabilisierungspotential innewohnt.

³¹⁸ Clayton et al. 2010, S. 101.

³¹⁹ Hinsichtlich der Effizienzmarkthypothese vgl. Trares 2011; Hinsichtlich der Random-Walk-Theorie vgl. Beguelin 2014.

³²⁰ Boehmer und Wu 2013.

³²¹ Blau et al. 2009.

³²² Shkilko et al. 2009.

³²³ Clayton et al. 2010.

Bei allen in diese Arbeit einbezogenen empirischen Untersuchungen ist zudem zu berücksichtigen, dass diese auf theoretischen Annahmen und Modellen beruhen, die sich regelmäßig nicht störungsfrei in die von mannigfaltigen Wechselwirkungen geprägte Realität moderner Wertpapiermärkte übertragen lassen. Die Auswirkungen von Leerverkäufen oder von Leerverkaufsverboten auf das Marktgeschehen oder auf die Kurse einzelner Wertpapiere lassen sich nicht stets zuverlässig von anderen kursbeeinflussenden Faktoren unterscheiden. So koinzidierten bspw. die von der US-Finanzmarktaufsicht SEC im Herbst 2008 verhängten temporären Leerverkaufsbeschränkungen mit der Ankündigung eines von der US-Regierung nachfolgend erlassenen Finanzmarktstabilisierungsprogramm (*Troubled Asset Relief Program* - *TARP*). Inwieweit bspw. die von *Boehmer et al.* dem temporären Leerverkaufsverbot der SEC zugeschriebenen Kurseffekte ggf. auch auf das vermutlich ebenfalls kursbeeinflussende TARP zurückzuführen waren, lässt sich nicht zuverlässig bestimmen³²⁴.

Die gegenwärtig vorliegenden empirischen Untersuchungen sind folglich mit Zurückhaltung zu interpretieren. Die Mehrzahl der vorliegenden Untersuchungen deutet aber darauf hin, dass Leerverkäufen sich positiv auf die Liquidität und die Preisfindung von Wertpapiermärkten auswirken, dass sie aber auch die Kursvolatilität von Wertpapieren steigern können.

Eine Regulierung von Aktienleerverkäufen sollte daher einerseits die liquiditätsspendende und die Preisfindung fördernde Funktion dieser Handelstechnik bei stabilen Marktverhältnissen nicht beeinträchtigt, zugleich aber das Destabilisierungspotential von Aktienleerverkäufen in Zeiten erhöhter Kursvolatilität begrenzen. Auch die globale Agilität der von einer Regulierung betroffenen Finanzmarktakteure ist bei der Regulierung von Aktienleerverkäufen ebenso zu berücksichtigen, wie die mit einer solchen Regulierung sowohl auf Seiten der Marktteilnehmer, wie auch auf Seiten der Aufsichtsbehörden auftretenden Kostenfolgen. Eine Bewertung der aktuellen EU-weiten Leerverkaufsregulierung unter rechtsökonomischen Aspekten erfolgt nachfolgend im Abschnitt V.

³²⁴ Vgl. Boehmer et al. 2013, S. 1393.

II. Historische und aktuelle Leerverkaufsregulierungen in den Niederlanden, in den USA, in Großbritannien und in Deutschland.

In diesem Abschnitt soll ein Überblick über die bis ins 17. Jahrhundert zurückreichende Historie von Leerverkäufen und ihrer Regulierung gegeben werden. Beginnend mit einer Darstellung der ersten, in den Generalstaaten (heutige Niederlande) in Aktien der Ostindien-Kompanie durchgeführten Leerverkäufen, wird ein Bogen über die historischen Leerverkaufsregulierungen in den USA und in Großbritannien im 18. Und 19. Jahrhundert bis in die Gegenwart geschlagen.

Der Schwerpunkt dieses Abschnitts liegt auf der Darstellung der aktuellen Leerverkaufsregulierung in den USA sowie der bis zum Inkrafttreten einer einheitlichen paneuropäischen Leerverkaufsregulierung in Großbritannien und Deutschland für Aktienleerverkäufe geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen. Insbesondere die in Folge der Finanzmarktkrise 2008 in den USA, in Großbritannien und in Deutschland erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen werden detailliert dargestellt. Die Darstellung dieser komplexen – inzwischen teilweise wieder aufgehobenen Leerverkaufsvorschriften – ist insofern von Interesse, als die aktuelle paneuropäische Leerverkaufsregulierung zu einem Großteil auf diesen Vorläuferregelungen basiert. So wurde vor der Ausarbeitung der paneuropäischen Leerverkaufsregulierung die Übernahme zahlreicher US-Leerverkaufsvorschriften erwogen (Einführung von „circuit breakern“, einer „uptick-rule“ einer Markierungspflicht („flagging“) für short-transaktionen). Die aus der US-Leerverkaufsregulierung bekannte „locate rule“ wurde schließlich ein Baustein der europäischen Leerverkaufsverordnung. Aber auch einige während der Finanzmarktkrise 2008 in Großbritannien und in Deutschland zur Anwendung gekommene Regulierungsansätze wurden erwogen und teilweise in die europäische Leerverkaufsregulierung inkorporiert (Einführung eines Verbots ungedeckter Leerverkäufe, Meldung von Short-Positionen an die Regulierungsbehörde bzw. Offenlegung gegenüber dem Markt)³²⁵. Dieser Abschnitt leitet damit auf die sich anschließenden Abschnitte der Arbeit hin, in denen die im Jahr 2012 in Kraft getretene gesamteuropäische Leerverkaufsregulierung vorgestellt und kritisch erörtert wird.

³²⁵ Europäische Kommission 2010.

A. Die historische Leerverkaufsregulierung in den Niederlanden: Das erste Leerverkaufsverbot der Geschichte

Die ersten Aktienleerverkäufe wurden Anfang des 17. Jahrhunderts im mit Aktien der 1602 gegründeten und schwerpunktmäßig im Gewürzhandel aktiven holländischen *Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC)*³²⁶ durchgeführt. Die VOC - vom niederländischen Staat mit umfangreichen Hoheitsrechten wie Kriegsführung und Festungsbau ausgestattet - gehörte zu den größten und mächtigsten Handelsunternehmen ihrer Zeit. Eine Gruppe gut informierter Kaufleute um den VOC-Mitgründer Isaac Le Maire begann im Jahr 1609 damit, Aktien der VOC zum aktuellen Marktpreis zu verkaufen, diese aber erst ein bis zwei Jahre später zu liefern³²⁷. Dieses Handelskonzept wurde dadurch begünstigt, dass der Handel mit VOC-Beteiligungen außerbörslich und damit unkontrolliert mittels Derivaten erfolgte, die heutigen Forwards ähnelten³²⁸. Dieser Forwardhandel begründete das Konzept des ungedeckten Leerverkaufs. Der Kurs der VOC gab, nachdem er jahrelang gestiegen war, im Jahre 1609 kräftig nach³²⁹. Le Maire geriet schnell in den Verdacht, durch das Streuen negativer Gerüchte über die Profitabilität der VOC den Kurs der leer verkauften Aktien künstlich zu drücken und zudem mehr VOC-Aktien zu verkaufen, als er beschaffen konnte³³⁰. Das Direktorium der VOC warf Le Maire vor, durch seine Geschäfte Witwen und Waisen zu schädigen, die – verunsichert von den über die VOC verbreiteten Gerüchten – ihre VOC-Aktien verkauften³³¹. Diesen Verdächtigungen trat Le Maire zwar entgegen: Er verwies auf geschäftliche Misserfolge der VOC – von Territorialverlusten an konkurrierende Handelsgesellschaften über erfolglose Belagerungen portugiesischer und spanischer Forts in Fernost bis hin Schiffsverlusten und einem angeblich bestehenden Überangebot von Gewürzen auf den europäischen Gewürzmärkten³³². Gleichwohl erließ die Holländische Ständeversammlung am 27. Februar 1610 ein Dekret, das die obligatorische Eintragung von Anteilstransaktionen in die Geschäftsbücher der VOC und die Erfüllung von Aktiengeschäften binnen eines Monats nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, vorschrieb³³³.

³²⁶ Vereenigde Oostindische Compagnie = Niederländische Ostindien-Kompanie.

³²⁷ Fell 2010.

³²⁸ Petram, S. 25.

³²⁹ Der Kursverfall begann allerdings bereits im Jahr 1607, verstärkte sich aber Anfang 1609 signifikant.

³³⁰ van Dillen 2007, S. 54.

³³¹ Poitras und Jovanovic 2007, S. 54.

³³² Van Dillen/ Poitras/ Majithia: Isaac le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares. In: *Pioneers of Financial Economics*, Volume 1, S. 45. 54-55.

³³³ van Dillen 2007, S. 54; Petram, S. 25; Poitras und Jovanovic 2007, S. 56.

Die VOC war die erste Aktiengesellschaft der Geschichte³³⁴. Der nur wenige Jahre nach Gründung der VOC einsetzende Leerverkaufshandel mit Aktien der VOC verdeutlicht, wie alt diese Handelstechnik ist. Auch der Streit über die Legitimität von Leerverkäufen ist – das belegt der im Jahr 1609 ausgetragene Disput zwischen Isaac Le Maire und dem Direktorium der VOC – so alt wie der Aktienhandel selbst. Die Auseinandersetzungen um Nutzen und Schaden von Aktienleerverkäufen hat sich in den nachfolgenden Börsen- und Wirtschaftskrisen fortgesetzt. So wurden in der holländischen Tulpenkrise der 1630-iger Jahre³³⁵, nach dem Börsencrash 1929³³⁶, in der Supprime-Krise 2007-2008³³⁷ und auch im Zusammenhang mit den im Spätsommer 2015 an den chinesischen Börsen aufgetretenen Kursstürzen Leerverkäufer verdächtigt, für Kurseintrüche verantwortlich zu sein³³⁸.

³³⁴ Bei den Aktien der VOC handelte es sich noch nicht um Aktien im modernen Sinne. Vielmehr handelte es sich um aktienähnliche Beteiligungspapiere. Gleichwohl gilt die VOC heute als erste Aktiengesellschaft der Welt. Vergleiche: Braunberger 2010.

³³⁵ Chanos 2018; Ausführlich zur „Tulpenmanie“: Petersdorff 2008.

³³⁶ Galbraith 2009, S. 135 ff.

³³⁷ Markham 2002.

³³⁸ Denyer und Jing 2015.

B. Die Leerverkaufsregulierung in den USA

Die Vereinigten Staaten von Amerika können als Mutterland der modernen Leerverkaufsregulierung bezeichnet werden. Hier wurde im Jahr 1938 mit der Uptick-Rule die erste moderne Leerverkaufsvorschrift erlassen, die – mit einer kurzen Unterbrechung – in modifizierter Form noch heute auf an US-Handelsplätzen durchgeführte Leerverkäufe Anwendung findet. Aufgrund des Erfahrungsvorsprungs der US-Amerikaner in Fragen der Leerverkaufsregulierung, der globalen Bedeutung des US-Finanzmarktes und der Tatsache, dass im Rahmen der Verhandlungen über das Freihandelsabkommen TTIP eine Angleichung des US-amerikanischen und des europäischen Finanzmarktrechts geplant ist³³⁹, lohnt ein Blick auf die historische und aktuelle Leerverkaufsregulierung der Vereinigten Staaten von Amerika.

1. Die ersten Leerverkaufsverbote im 19. Jahrhundert

Bereits ein gutes Jahrhundert vor der ersten umfassenden Regulierung des US-amerikanischen Finanzmarktes durch Erlass des Securities Act 1933 und des Securities Exchange Act 1934 zogen Short- Spekulanten das Misstrauen der amerikanischen Politik auf sich. So erließ der Bundesstaat New York im Jahr 1812 ein Verbot für Leerverkäufe, welches allerdings bereits 1852 wieder aufgehoben wurde³⁴⁰. Ein vom Staat Massachusetts 1836 erlassenes Verbot von Leerverkäufen in Aktien und Anleihen blieb dagegen über ein Jahrhundert lang in Kraft. Pennsylvania begrenzte 1841 die Erfüllungsfrist für Leerverkäufe auf fünf Tage – allerdings wurde dieses Gesetz bereits 1862 wieder aufgehoben³⁴¹. Die vorgenannten Leerverkaufsverbote erwiesen sich als weitgehend wirkungslos. Schillernde Investoren wie Jacob Little, bekannt als „Great Bear of Wall Street“ oder Daniel Drew verdienten Millionen sowohl mit Long- als auch mit Short- Spekulationen. Besondere Erfolge verbuchten beide Spekulanten mit Cornering- Strategien und „pump & dump“- Geschäften, die sie geschickt mit Leerverkäufen koppelten³⁴². Die Spekulationsgeschäfte von Little, Drew und anderen Baisse-Spekulanten sorgten an der Wallstreet zwar für Missfallen, nennenswerte regulatorische Maßnahmen zur Bekämpfung von Short- Spekulationen wurden aber nicht

³³⁹ Schmitz 2015; Puccio et al. 2015.

³⁴⁰ Santos 2010.

³⁴¹ Markham 2002, S. 161.

³⁴² Markham 2002, S. 161.

ergriffen³⁴³. Erst in der Großen Depression wurden auf Bundesebene erste Maßnahmen zur Eindämmung der Baisse- Spekulation ergriffen.

2. Die große Depression und ihre Folgen für Leerverkäufer

Die während der großen Depression eingetretenen beispiellosen Kursverluste³⁴⁴ lenkten die Aufmerksamkeit des damaligen US- Präsidenten Herbert Hoover auf das Treiben der Baisse-Spekulanten. Anfang 1932 eröffnete der Präsident den Kampf gegen die „Bären“ an der New Yorker Börse. Hoover sah in der Baisse- Spekulation ein Hauptübel der Großen Depression. Er vermutete „böartige Interessenvereinigungen“ am Werk, die durch „finstere, systematische Bärenattacken“ Wertpapierkurse „abwärts hämmern (...) um ganz bewusst von den Verlusten anderer Menschen zu profitieren“³⁴⁵. Ähnlich wie schon Napoleon 120 Jahre zuvor³⁴⁶, hielt auch Hoover Marktskepsis für unpatriotisch. Unternehmen dürften in einer Depression nicht nach Ertrag und Rentabilität bewertet werden. Anderslautende „Propaganda“ verletzte das Land und die investierende Öffentlichkeit. Vielmehr, so Hoover, müssten in der Krise Investitionen „auf Basis der Zukunft der Vereinigten Staaten“ erfolgen³⁴⁷. Auch wenn sich die These Hoovers, Leerverkäufer seien für die während der Großen Depression zu verzeichnenden Kursverluste verantwortlich, nicht belegen ließ³⁴⁸, erfuhr sie gleichwohl allgemeine Zustimmung³⁴⁹. Dem leerverkaufskritischen Zeitgeist folgend führte FBI-Chef John Edgar Hoover öffentlichkeitswirksam eine – letztlich ergebnislose – Untersuchung möglicher Baisse- Verschwörungen durch³⁵⁰. Infolge der Kursrückgänge der großen Depression wurde die sogenannte Uptick- Rule (Rule 10a-1) erlassen, die Leerverkäufe erstmals auf nationaler Ebene regulierte und beschränkte.

³⁴³ Infolge eines von Joseph Little initiierten Bear Raids gegen die Erie Railroad Company wurde die Laufzeit von Optionsverträgen an der New Yorker Börse auf 60 Tage begrenzt. Markham 2002, S. 161.

³⁴⁴ Allein am 24. Oktober 1929 (*Black Thursday*) fiel der Dow Jones zunächst um 12%, konnte durch Stützungskäufe seine Verluste bis Handelsschluss aber wieder weitgehend aufholen. Nachdem sich der Markt am darauf folgenden Tag zu stabilisieren schien, fiel am 28. Oktober 1929 (*Black Monday*) der Dow Jones um 12,8% und am 29. Oktober 1929 (*Black Tuesday*) um weitere 11,73%. Der Niedergang der Aktienkurse setzte sich, unterbrochen von Phasen der Erholung, über Jahre fort. Auf seinem Tiefstand am 8. Juli 1932 notierte der Dow Jones mit 41,22 Punkten 89,18% unter seinem im September 1929 erreichten Rekordhoch von 381,17 Punkten. Vergleiche: o.V. 2004; Harold, S. 129, 135.

³⁴⁵ Rothbard 2000, S. 316–317.

³⁴⁶ Chancellor (2001).

³⁴⁷ Rothbard 2000, S. 316–317.

³⁴⁸ Bear Hunt 1932.

³⁴⁹ o.V. 1931; Lamont 2002, S. 221.

³⁵⁰ Lamont 2002, S. 221.

a) Die Uptick-Rule (17 CFR 240.10a-1)

Mit dem Securities Act 1933 und dem Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934) reagierte der US- Kongress auf die Ereignisse der großen Depression. Die beiden Gesetze waren die ersten föderalen Wertpapieremissions- und Handelsvorschriften der USA. Während der Securities Act 1933 die Erstausgabe von Wertpapieren reguliert, betrifft der Securities Exchange Act 1934 den Sekundärmarkt, also der Handel mit bereits emittierten Wertpapieren³⁵¹. Auf Grundlage des Securities Exchange Act 1934 erfolgte zudem die Gründung der US- amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Die SEC erließ 1938 auf Grundlage von Section 10(a) des Securities and Exchange Acts mit der Rule 10a-1 (Uptick-Rule³⁵²) die erste nationale Leerverkaufsreglementierung³⁵³.

Die Uptick-Rule untersagte die Durchführung von Leerverkäufen bei fallenden Kursen. Leerverkäufe durften nur zu einem höheren als dem zuletzt notierten Preis („uptick“) oder zu dem zuletzt notierten Preis erfolgen, wenn dieser Preis höher war als der zuvor notierte Preis („zero plus tick“). Die Uptick-Rule war zwar nur auf an der New York Stock Exchange (NYSE) und an der American Stock Exchange (AMEX) gehandelte Wertpapiere anwendbar. Allerdings galt für die NASDAQ mit der *NASDAQ- Rule 3350* eine vergleichbare Regelung³⁵⁴. Ungeachtet der sich in den Folgejahren an den Wertpapiermärkten vollziehenden Änderungen blieb die Uptick-Rule über Jahrzehnte nahezu unverändert in Kraft. In den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts forderten Marktakteure verstärkt die Aufhebung der inzwischen als antiquiert geltenden Vorschrift. Die SEC untersuchte daraufhin die Effektivität der Uptick-Rule und hob die Vorschrift schließlich im Jahr 2007 auf. Detaillierte Ausführungen zur Aufhebung der Uptick-Rule finden sich nachfolgend unter Ziffer II.B.3.a) (2).

3. Die moderne Leerverkaufsregulierungen in den USA ab dem Jahr 2005

Anfang 2005 trat die so genannte *Regulation SHO* in Kraft, mittels derer die an US- Aktienmärkten als zunehmend problematisch empfundenen, oftmals in Lieferversagen

³⁵¹ Fraune 1993, S. 2.

³⁵² 17 CFR 242.10a-1(a), häufig auch als „Rule 10a-1(a)“ bezeichnet.

³⁵³ U.S. Securities and Exchange Commission 26.02.2010, S. 15.

³⁵⁴ NASDAQ- Rule 3350 verbot Leerverkäufe im NASDAQ National Market (NNM) zu dem besten Gebot (best bid) oder unterhalb des best bid, wenn dieses unterhalb dem vorangehenden best bid lag. Vergleiche: Bai 2008, S. 4–5.

resultierenden ungedeckten Leerverkäufe bekämpft werden sollten³⁵⁵. Die in der jüngsten Finanzmarktkrise 2008 aufgetretenen Marktturbulenzen und Kursverluste veranlassten die SEC, sich erneut der Leerverkaufsthematik zuzuwenden: Im Herbst 2008 erließ die SEC eine Reihe temporärer Notverordnungen, die die Durchführbarkeit von Leerverkäufen erheblich einschränken. Die Regelungsinhalte einiger dieser temporären Notverordnungen wurden anschließend unverändert oder in leicht modifizierter Form in dauerhaft wirksame Vorschriften umgewandelt³⁵⁶. Die SEC legte hier einen Schwerpunkt ihrer Regulierung auf eine Erschwerung ungedeckter Leerverkäufe – bspw. indem Lieferversagen härteren Sanktionen unterworfen oder Ausnahmeregelungen für Market-Maker aufgehoben wurden. Eine Verbesserung der Transparenz von Leerverkäufen erreichte die SEC mittels einer verpflichtenden Mitteilung von Leerverkaufs-Transaktionsdaten durch die Handelsplätze gegenüber der SEC. Zudem trat im März 2010 die „Alternative Uptick-Rule“ in Kraft die – anknüpfend an die 1938 erlassene und zwischenzeitlich aufgehobene „Uptick-Rule“ – Leerverkäufe bei fallenden Kursen untersagt³⁵⁷.

a) Regulation SHO

Mit der am 3. Januar 2005 in Kraft getretenen Regulation SHO³⁵⁸ wurden Leerverkäufe erstmals seit Einführung der Uptick-Rule im Jahre 1938 einer neuen nationalen Regulierung unterworfen. Ziel der Vorschrift ist die Bekämpfung missbräuchlicher ungedeckter Leerverkäufe. Zwar betrachtet die SEC ungedeckte Leerverkäufe grundsätzlich als eine legitime Handelspraxis. Durch die Regulation SHO sollte aber die Erfüllungsdisziplin von Leerverkäufern gestärkt und dem Auftreten von Lieferversagen entgegengewirkt werden.

Um den regulatorischen Ansatz der Regulation SHO zu verstehen, muss man sich zunächst die Funktionsweise des US-amerikanischen Clearing-Systems für Wertpapiertransaktionen vergegenwärtigen: Lange erfolgte das Clearing von an US-Börsen abgeschlossenen Wertpapiergeschäften durch den physischen Austausch der verkauften Aktien zwischen Verkäufer und Käufer. Das Anschwellen der Wertpapiergeschäfte in den 1960-iger Jahren erschwerte ein effektives und zügiges Clearing von Wertpapiergeschäften zunehmend. Infolge dieser Entwicklung wurde das Clearing ab 1973 elektronisch durch die Depository Trust

³⁵⁵ Salter und Chase 2007.

³⁵⁶ Eine ausführliche Darstellung dieser Notverordnungen und der nachfolgend vorgenommenen Gesetzesänderungen erfolgt nachfolgend unter den Ziffern III.B.4. ff

³⁵⁷ Eine ausführliche Darstellung der „alternative uptick-rule“ findet sich nachfolgend unter Ziffer II.B.4.f)

³⁵⁸ 17 CFR §§242.200- 204.

Company (DTC)³⁵⁹ durchgeführt. Anstelle des physischen Austausches von Wertpapieren trat eine elektronische Buchhaltung, die den Aktienhandel erheblich vereinfachte und beschleunigte. Rechtlich flankiert wurde diese Umstellung auf ein elektronisches Clearing-System durch Änderungen des *US Uniform Commercial Code* in den Jahren 1977 und 1994³⁶⁰. Die Neuerungen des *Uniform Commercial Code* führten die Rechtsfigur des „security entitlements“ ein, vergleichbar dem schuldrechtlichen Übereignungsanspruch in Deutschland. Diese Neuerungen ermöglichten die Einführung einer zentralen Verwahr- und Clearingstelle für den Wertpapierhandel. Die Mehrzahl der an US- Börsen gehandelten Wertpapiere wird seither zentral bei der DTC verwahrt. Ein für einen Wertpapierkäufer tätig werdender Broker erwirbt kein Eigentum an den konkret geordneten Wertpapieren, sondern lediglich eine anteilige Beteiligung („security entitlement“) an dem zentral von der DTC verwahren Wertpapierpool. Dieses „security entitlement“ überträgt der Broker dem Wertpapierkäufer, wenn er diesem die geordneten Wertpapiere im Kundendepot gutschreibt³⁶¹.

Zwischen den Wertpapierverkäufer und den Wertpapierkäufer tritt zudem eine zentrale Gegenpartei (*central counterparty, CC*). Die Vertragsparteien einer Wertpapiertransaktion schließen Verträge folglich nicht mehr direkt untereinander, sondern stets mit einer zentralen Gegenpartei, die für beide Vertragsparteien unmittelbar Berechtigter und Verpflichteter wird³⁶². Die Funktion der zentralen Gegenpartei wird in den USA durch die National Securities Clearing Corporation (NSCC) wahrgenommen. Für das Clearing von Wertpapiertransaktionen setzt die NSCC das Continuous Net Settlement (CNS) System ein, das alle über die NSCC getätigten Wertpapiergeschäfte zusammenführt und verrechnet. Einem an das CNS angeschlossenen Broker werden die im Kundenauftrag erworbenen Wertpapiere von der NSCC in dessen CNS- Account gutgeschrieben, sobald der Broker des Wertpapierverkäufers die verkauften Wertpapiere aus seinem CNS- Account auf die NSCC umbucht. Nimmt der Broker des Wertpapierverkäufers diese Umbuchung aber nicht vor, so kann auch keine Umbuchung auf den CNS-Account des erwerbenden Brokers erfolgen. Derartige Lieferversagen werden als „fail-to-deliver“ (ftd) bezeichnet. Der Endkunde bemerkt das Auftreten derartiger Lieferversagen regelmäßig nicht, da sein Broker ihm die nicht gelieferten Wertpapiere auch im Falle eines Lieferversagens gutschreibt. Auf diese Weise

³⁵⁹ Die Depository Trust Company (DTC) fusionierte 1999 mit der National Securities Clearing Corporation (NSCC) zur Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC).

³⁶⁰ Welborn 2008, S. 53.

³⁶¹ Welborn 2008, S. 53.

³⁶² Eine ausführliche Darstellung des US- amerikanischen Clearing & Settlement- Systems bietet: o.V. 2007.

kann es geschehen, dass Leerverkäufe, die nach den einschlägigen Börsenvorschriften binnen drei Tagen zu erfüllen sind, tatsächlich über mehrere Wochen oder Monate nicht erfüllt werden. Zwar kann der Broker des Wertpapierkäufers die Lieferung der geschuldeten Wertpapiere mittels eines Zwangseindeckungsverfahrens betreiben. Untersuchungen haben allerdings gezeigt, dass derartige Zwangseindeckungsverfahren in der Vergangenheit nur selten betrieben wurden³⁶³. Broker verzichteten meist aus Gründen der Kollegialität und der Reputation auf das Betreiben eines Zwangseindeckungsverfahrens und hoffen im Gegenzug bei eigenen Lieferversagen auf Nachsicht ihrer Broker-Kollegen³⁶⁴.

Die Anonymisierung des Wertpapierhandels mittels der Zwischenschaltung einer zentralen Gegenpartei und die elektronische Abwicklung von Wertpapiergeschäften durch das *Continuous Net Settlement System* (CNS) hat den Wertpapierhandel zwar erheblich vereinfacht und beschleunigt. Allerdings begünstigt dieses System auch das Auftreten von Lieferversagen. Aktienleerverkäufer konnten lange Zeit die Erfüllung ihrer Lieferpflichten beinahe grenzenlos hinauszuschieben. Nach Angaben der SEC, der *Nasdaq*, der *NYSE* sowie der Handelsplattformen *OTCBB* und *Pink Sheets*³⁶⁵ erreichten Lieferversagen im Jahr 2006 Spitzenwerte von 10% (NYSE) bzw. 9% (Nasdaq, OTCBB, Pink Sheets) des täglichen Handelsvolumens³⁶⁶. Bei einigen Aktienwerten betrafen Lieferversagen zwischen 2004 und 2006 in der Spitze bis zu 50% der ausgegebenen Aktien³⁶⁷. Durch diese Buchung tatsächlich nicht gelieferter Wertpapiere, so genannter „phantom shares“ (gelegentlich auch als „counterfeit shares“ bezeichnet), wird die Anzahl der handelbaren Wertpapiere scheinbar erhöht. Dieses vermeintliche Überangebot kann dann zu einem Preisverfall und einer Verfälschung des Preisfindungsprozesses bei den betroffenen Wertpapieren führen³⁶⁸. Bereits im Jahr 1985 wies der Wertpapierexperte Irving M. Pollack im Rahmen einer für die *National Association of Securities Dealers (NASD)* durchgeführten Studie auf die vorstehend skizzierten Unzulänglichkeiten des US- amerikanischen Clearing- Systems hin. Seither wird

³⁶³ Welborn 2008.

³⁶⁴ Boni. Leslie 2006, S. 1 ff.

³⁶⁵ Das OTCBB (Over-The-Counter-Bulletin-Board) und Pink Sheets sind US- amerikanische elektronische Handelsplattformen, auf der außerbörsliche Wertpapiergeschäfte abgewickelt werden.

³⁶⁶ Welborn 2008, S. 54.

³⁶⁷ Bei Novastar Financial, Inc. (NFI) erreichten FTDs am 10.11.2004 **50,71%** aller ausgegebenen Aktien; Bei Overstock.com (OSTK) erreichten FTDs am 20.3.2006 **18,5%** aller ausgegebenen Aktien; Bei Global Crossing (GLBC) erreichten FTDs am 21.1.2005 **10,83%** aller ausgegebenen Aktien; Bei Cal-Maine (CALM) erreichten FTDs am 10.1.2005 **10,55%** aller ausgegebenen Aktien; Bei Inhibitex (INHX) errichten FTDs am 7.4.2006 **10,35%** aller ausgegebenen Aktien. Vergleiche: Welborn 2008, S. 54

³⁶⁸ Welborn 2008, S. 54–55.

die fail-to-deliver -Problematik in Fachkreisen lebhaft diskutiert³⁶⁹. Mit der Inkraftsetzung so genannten Regulation SHO Ende 2004/Anfang 2005³⁷⁰ reagierte die SEC auf diese Diskussion³⁷¹. Ziel der Regulation SHO ist die Bekämpfung missbräuchlicher ungedeckter Leerverkäufen sowie die Stärkung der Erfüllungsdisziplin von Leerverkäufern. Die Regulation SHO umfasst die nachfolgend dargestellten Vorschriften.

(1) Einführung einer umfassenden Kennzeichnungspflicht für Leerverkäufe (Rule 200 Regulation SHO)

Rule 200 Regulation SHO (nachfolgend: 17 CFR 242.200) enthält neben definitorischen Vorschriften das so genannte „marking requirement/ „flagging“³⁷², demzufolge Broker jede Verkaufsoffer – gleich ob sie börslich oder außerbörsliche gehandelte Wertpapiere betrifft – als "long," "short," oder als "short exempt" zu kennzeichnen haben.

Mit „long“ sind Verkaufsoffer über Wertpapiere zu bezeichnen, die im Eigentum des Verkäufers stehen³⁷³ und auf die der Broker zum Zeitpunkt der Orderaufgabe zugreifen kann oder bei denen bei verständiger Würdigung davon auszugehen ist, dass der Broker spätestens zum Fälligkeitstermin auf die verkauften Wertpapiere wird zugreifen können.

Als „short exempt“ sind gemäß 17 CFR 242.200 (g)(2) Verkaufsoffer zu bezeichnen, die die Voraussetzungen von 17 CFR 242.201(c) oder (d) erfüllen:

- 17 CFR 242.201 (c):
 - Verkaufsoffer, die bei Auftragserteilung über dem aktuell höchsten inländischen Geldkurs liegen³⁷⁴. Broker, die sich auf Rule 201(c) stützen, sind

³⁶⁹ Welborn 2008; Boni. Leslie 2006; Finnerty 2005; Angel und McCabe 2009

³⁷⁰ Effective Date: 7. September 2004/ Compliance Date: 3. Januar, 2005. Vergleiche: Chicago Board Options Exchange 2004, S. 7.

³⁷¹ Branson 2010, S. 12; Diether et al. 2009, S. 37 ff.

³⁷² Regulation SHO – Rule 200 g: “A broker or dealer must mark all sell orders of any equity security as "long," "short," or "short exempt”.

³⁷³ Wann ein Verkäufer “Eigentümer” eines Wertpapiers i.S.v. Rule 200 Regulation SHO ist, definiert Rule 200 b-f Regulation SHO. Es genügt hier ein vertraglicher Übereignungsanspruch. Entscheidend ist, dass der Verkäufer eine „netto long- Position“ in dem betreffenden Wertpapier innehat. Für Broker Dealer gelten gemäß der Ziffern f-g Sonderregelungen bei der Bestimmung von netto long- Positionen.

³⁷⁴ 17 CFR 242.201(c):” Following any determination and notification pursuant to paragraph (b)(3) of this section with respect to a covered security, a broker or dealer submitting a short sale order of the covered security in question to a trading center may mark the order “short exempt” if the broker or dealer identifies the order as being at a price above the current national best bid at the time of submission (...).

verpflichtet, geeignete Maßnahmen zu ergreifen, die eine fälschliche Markierung von Verkauforders als „short exempt“ verhindern³⁷⁵.

- 17 CFR 242.201 (d):

- Verkauforder die Wertpapiere betreffen, die gemäß 17 CFR 242.200 im Eigentum des Verkäufers stehen, soweit der Verkäufer beabsichtigt, die verkauften Wertpapiere unmittelbar nach Wegfall etwaig bestehender Erfüllungshemmnisse zu liefern³⁷⁶.
- Verkauforder, im Rahmen des Market- Making getätigt werden und der Beseitigung von odd- lot Orders³⁷⁷ eines Kunden dienen oder die eine odd-lot Order beseitigen ohne die Positionen des Brokers/Dealers um mehr als eine Handelseinheit zu verändern³⁷⁸.
- Verkauforder, bei denen der Verkäufer in ausreichender Zahl andere Wertpapiere hält, die in Wertpapiere der zuvor leer verkauften Titel getauscht werden können, vorausgesetzt der Leerverkauf erfolgt zur Ausnutzung von zwischen den gehaltenen und den leer verkauften Wertpapieren bestehenden Preisdifferenzen³⁷⁹.
- Verkauforder die dazu dienen, von Preisdifferenzen zwischen ausländischen und US- amerikanischen Handelsplätzen zu profitieren, soweit der Leerverkäufer die leer verkauften Wertpapiere an einem ausländischen Handelsplatz sofort erwerben und die durch den Leerverkauf entstandenen Lieferpflichten mittels dieser Wertpapiere unverzüglich erfüllen kann³⁸⁰.

Des Weiteren können gemäß 17 CFR 242.201 (d) Leerverkäufe unter bestimmten weiteren Voraussetzungen als „short exempt“ markiert werden, die der Verkäufer im Zusammenhang mit Überzuteilungen (overallotment) durchführt³⁸¹, die ein Broker zur risikoneutralen

³⁷⁵ Vgl. Rule 201(c)(1) und (2).

³⁷⁶ 17 CFR 242.201 (d) (1).

³⁷⁷ Odd-lot- Order sind Kauf- oder Verkauf- Order über eine Anzahl an Wertpapieren, welche die standardisierte Handelsmenge unterschreitet. Bei den meisten Wertpapieren beträgt die standardisierte Handelsmenge 100 Stück (round lot), bei sehr dünn gehandelten Werten kann die standardisierte Handelsmenge auch 10 Stück betragen.

³⁷⁸ 17 CFR 242.201 (d) (2).

³⁷⁹ 17 CFR 242.201 (d) (3).

³⁸⁰ 17 CFR 242.201 (d) (4).

³⁸¹ 17 CFR 242.201 (d) (5)(i).

Absicherung von für einen Kunden durchgeführte Kauf- oder Verkaufs- Transaktion tätigt³⁸², oder die zu „volume weighted average prices“ (VWAP) erfolgen³⁸³.

In allen anderen Fällen – auch wenn der Verkäufer zwar Eigentümer der verkauften Aktie ist aber nicht davon ausgehen kann, dass diese für eine rechtzeitige Erfüllung des Verkaufsgeschäfts zur Verfügung stehen wird (bspw. weil die verkaufte Aktie gegenwärtig verliehen ist) – sind Verkaufsoorder mit dem Zusatz „short“ zu bezeichnen³⁸⁴.

Die vorstehend vorgestellten Kennzeichnungspflichten der Regulation SHO ermöglichen eine Unterscheidung von Aktienverkäufen und Aktienleerverkäufen. Sie ermöglichen darüber hinaus aber auch eine Differenzierung von unter dem Aspekt eines späteren Lieferversagens eher unproblematischen Leerverkäufen („short exempt“-Transaktionen) und solchen Leerverkäufen, bei denen die die rechtzeitige Lieferung der leer verkauften Wertpapieren weniger gewiss ist. Auf diese Weise wird den Handelsplätze und der SEC eine bessere Überwachung von Aktienleerverkäufen ermöglicht. Zudem tragen die „marking-requirements“ zu einer Verbesserung der allgemeinen Markttransparenz bei, da die zuständigen self-regulatory organizations (SRO) und die SEC die mittels der „marking requirements“ gewonnenen Leerverkaufsdaten den Marktteilnehmern zugänglich machen³⁸⁵.

(2) Teilweise Aufhebung der Uptick- Rule durch Regulation SHO, Rule 202T

Durch Rule 202T der Regulation SHO (nachfolgend: 17 CFR 242.202T) befreite die SEC ein Drittel aller im Russel 3000- Index³⁸⁶ gelisteten Aktientitel währen eines vom 2. Mai 2005 bis zum 28. April 2006 reichenden Versuchszeitraums während des Nachmittagshandels³⁸⁷ von der Anwendung der Uptick- Rule (17 CFR 242.10a-1(a)). Diese Maßnahme diente der Untersuchung der Auswirkungen der Uptick- Rule auf die Kursstabilität- und Liquidität von

³⁸² 17 CFR 242.201 (d) (6).

³⁸³ 17 CFR 242.201 (d) (7).

³⁸⁴ Vgl. Securities and Exchange Commission 2004a, III. Rule 200 — Definitions and Marking Requirements (B. Order-Marking Requirements — Rule 200(g)).

³⁸⁵ Vgl. Securities and Exchange Commission 2004a, VIII. Paperwork Reduction Act (B. Use of Information); U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 20–21.

³⁸⁶ Der Russel 3000 ist einer der weltweit größten Aktien- Indizes. In ihm sind die 3000 am stärksten marktkapitalisierten US- Unternehmen gelistet.

³⁸⁷ Für Titel des Russel 1000- Indexes galt die Befreiung von der Uptick- Rule täglich ab 16:15 Uhr, für alle anderen von der Rule 202T erfassten Titel täglich ab Handelsschluss bis zur Eröffnung des „consolidated tape“ (elektronisches System, dass laufend Handelsdaten und Handelspreise börsengehandelter Wertpapiere notiert). Vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 28.07.2004; McCaffrey 2010, S. 487.

Wertpapieren im Rahmen einer Pilotstudie³⁸⁸. Zu diesem Zweck wurden die Kurse der von der Anwendbarkeit der Uptick- Rule ausgenommenen Wertpapiere („Pilot- Stocks“) mit denen derjenigen Wertpapiere verglichen, auf welche die Uptick- Rule weiterhin Anwendung fand. Untersucht wurden namentlich Liquiditäts- und Volatilitäts- Parameter. Parallel zu der Pilotstudie wurden Marktteilnehmer um ihre Einschätzung bezüglich der Frage gebeten, ob die Uptick- Rule künftig für den gesamten Wertpapierhandel außer Kraft gesetzt werden sollte³⁸⁹. Die Studie stellte für Pilot- Stocks eine schwach erhöhte Volatilität sowie einen leichten Anstieg der Leerverkaufsvolumina fest. Dabei wiesen Pilot- Stocks mit geringer Marktkapitalisierung geringere Volatilitätswerte auf, als solche mit hoher Marktkapitalisierung. Hinsichtlich der Marktliquidität stellte die Studie zwischen Pilot- Stocks und Non- Pilot- Stocks keine nennenswerten Unterschiede fest. Bei Pilot- Stocks erfolgten ca. 50% aller Leerverkäufe bei fallenden Notierungen (down ticks). Anzeichen für ein verstärktes Auftreten von „Bear- Raids“³⁹⁰ wurden bei den Pilot- Stocks nicht gefunden³⁹¹. Die Ergebnisse der Pilotstudie legten nach Auffassung der SEC die Annahme nahe, dass die Uptick- Rule das Verhalten von Marktteilnehmern, namentlich deren Bereitschaft Leerverkäufe durchzuführen, durchaus beeinflusse. Allerdings habe die Aussetzung der Uptick- Rule keine schädlichen Auswirkungen auf die Kursstabilität oder Marktliquidität der Pilot-Stocks gehabt³⁹². Die SEC hielt es allerdings für möglich, dass Marktteilnehmer ihre Leerverkaufsaktivitäten während des Pilotprojekts aufgrund der in dieser Phase verschärften Marktbeobachtung durch die SEC ggf. eingeschränkt haben könnten, so dass die Ergebnisse der Studie zurückhaltend zu interpretieren seien³⁹³. Zudem zogen Finanzmarktexperten verschiedentlich die Relevanz der Studie in Zweifel, da diese in einer ausgesprochen stabilen Marktphase und während eines der stärksten Bullenmärkte der US- Geschichte durchgeführt wurde³⁹⁴.

³⁸⁸ „Regulation SHO Pilot Program“. Untersuchungszeitraum: 2. Mai 2005- 28 April 2006. U.S. Securities and Exchange Commission 2007; U.S. Securities and Exchange Commission 2005a; U.S. Securities and Exchange Commission 28.07.2004.

³⁸⁹ Die von der SEC initiierte Befragung umfasste 53 Fragen. Der Wortlaut der hinsichtlich der Beurteilung des Destabilisierungspotentials von Leerverkäufen entscheidenden Frage 39 (Q39) lautete: "Does Rule 10a-1 continue to serve a valid purpose in a declining market by preventing short sellers from accelerating declines in securities prices, or 'depressing' the market?". Vergleiche: Securities and Exchange Commission 1999.

³⁹⁰ „Bear Raid“ = Manipulatives Verhalten eines Marktteilnehmers zur negativen Beeinflussung der Kursentwicklung von Wertpapieren. Bear Raids können bspw. durch das Streuen negative Gerüchte über ein Unternehmen unter gleichzeitiger Etablierung größerer short-positionen erfolgen.

³⁹¹ U.S. Securities and Exchange Commission 2007, S. 55–56.

³⁹² U.S. Securities and Exchange Commission 2007, S. 56–57.

³⁹³ U.S. Securities and Exchange Commission 2007, S. 57.

³⁹⁴ Hamilton 2008, S. 6. Erhebliche Bedenken hinsichtlich der empirischen Relevanz der Pilotstudie äußert auch die *International Bancshares Corporation* in einer schriftlichen Stellungnahme an die SEC unter Verweis auf zahlreiche Stellungnahmen US- amerikanischer Finanzmarktexperten. Vgl. Nixon 2009, Exhibit A, June 9, 2009 Comment Letter To The SEC, Seite 9.

Die SEC hob gleichwohl unter Verweis auf die Ergebnisse der Pilotstudie die Uptick- Rule und gleichlautende Handelsvorschriften für den außerbörslichen Handel³⁹⁵ am 3. Juli 2007 auf³⁹⁶.

(3) Erschwerung ungedeckter Leerverkäufe und Stärkung der Erfüllungsdisziplin (Rule 203 Regulation SHO)

Auch mit der ab Anfang 2005 verbindlich wirksamen³⁹⁷ Rule 203 Regulation SHO (nachfolgend: 17 CFR 242.203) wurde eine weitere Stärkung der Erfüllungsdisziplin und eine Bekämpfung der im US-Börsenhandel recht häufig auftretenden Lieferversagen („fail to deliver“) angestrebt³⁹⁸. Die Vorschrift verpflichtet Broker, Leerverkäufe nur dann ausführen, wenn die leer verkauften Wertpapiere zuvor entliehen wurden oder wenn bei verständiger Würdigung anzunehmen ist, dass die leer verkaufte Wertpapier rechtzeitig zum Erfüllungstermin geliefert werden können (so genanntes „locate requirement“)³⁹⁹. Soweit leer verkaufte Wertpapiere auf einer von einer Self Regulatory Organization (SRO)⁴⁰⁰ herausgegebenen „easy-to-borrow- list“ vermerkt sind, darf der Broker davon ausgehen, dass diese Wertpapiere rechtzeitig geliefert werden können, auch wenn sie nicht zuvor leihweise beschafft werden⁴⁰¹. Auch die Zusicherung eines Leerverkäufers, die leer verkauften Papiere anderweitig „lokalisiert“ zu haben, ist ausreichend, soweit gleichlautende Versicherungen des Leerverkäufers in der Vergangenheit nicht zu Lieferversagen geführt haben⁴⁰². Für im Rahmen des Market Making durchgeführte Leerverkäufe, für Broker-to-Broker-Transaktionen sowie für Leerverkäufe in Convertible Securities⁴⁰³ sieht 17 CFR 242.203 weitere Ausnahmetatbestände vor⁴⁰⁴. In allen anderen Fällen hat die Lokalisierung der leer zu verkaufenden Wertpapiere vor Durchführung eines Leerverkaufs zu erfolgen. Die Lokalisierung ist zudem von dem ausführenden Broker zu dokumentieren.

³⁹⁵ Bspw. auch NASDAQ- Rule 3350.

³⁹⁶ Securities and Exchange Commission 1999, S. 5–6.

³⁹⁷ Effective Date: 7.9.2004/ Compliance Date: 3.1.2005.

³⁹⁸ Chicago Board Options Exchange 2004, S. 5.

³⁹⁹ Branson 2010, S. 6; U.S. Securities and Exchange Commission 2005b.

⁴⁰⁰ Self-Regulatory Organization sind nicht- Regierungsorganisationen, die mit der Befugnis ausgestattet sind, in ihrem Zuständigkeitsbereich eigene Vorschriften zu erlassen und diese durchzusetzen. Beispiele sind die großen US- Börsen (NYSE / NASDAQ) oder die „Financial Industry Regulatory Authority“ (FINRA).

⁴⁰¹ Dies gilt allerdings nur insoweit, als die „easy-to-borrow-list nicht älter als 24 Stunden ist.

⁴⁰² Vergleiche: Chicago Board Options Exchange 2004, S. 5–6.

⁴⁰³ Convertible Securities sind Wertpapiere, die ihrem Inhaber das Recht verbriefen, sie zu einem definierten Zeitpunkten oder innerhalb bestimmter Zeiträume in andere Wertpapiere des Emittenten zu einzutauschen. Beispiele sind Convertible Bonds (Wandelanleihe) und Convertible Preferred Stocks (Vorzugsaktien).

⁴⁰⁴ Chicago Board Options Exchange 2004, S. 6.

Ein weiteres Kernelement der Regulation von 17 CFR 242.203 ist das so genannte „close out requirement“⁴⁰⁵, demzufolge Börsenmakler Lieferversagen („fail-to-deliver“) in bestimmten Wertpapieren binnen einer Frist von dreizehn Handelstagen⁴⁰⁶ zu beheben haben⁴⁰⁷. Das „close out requirement“ gilt für Wertpapiere, deren Clearing über registrierte Clearing Agencies⁴⁰⁸ erfolgt und die ein erhöhtes Maß an Lieferversagen aufweisen („threshold security“)⁴⁰⁹. Gemäß 17 CFR 242.203 (c)(6) qualifiziert ein Wertpapier als „threshold security“, wenn an einem Handelsplatz an fünf aufeinander folgenden Tagen mindestens 10.000 Lieferversagen auftreten und die Zahl der nicht gelieferten Aktien mindestens ½ Prozent der ausgegebenen Aktien des betreffenden Titels erreicht. Sobald ein Broker im Rahmen eines für seinen Kunden durchgeführten Leerverkaufs bei einer „threshold security“ ein Lieferversagen feststellt, das länger als dreizehn aufeinander folgende Geschäftstage andauert, ist er zur Beseitigung dieses Lieferversagens durch Ankauf und Lieferung der betreffenden Wertpapiere verpflichtet. Bis das Lieferversagen behoben ist, darf der betreffende Broker weitere Leerverkäufe in dieser „threshold security“ nur durchführen, wenn er sich die leer verkaufen Wertpapiere zuvor leihweise beschafft⁴¹⁰. Das „locate-requirement“ und das „close-out-requirement“ gelten nicht für Leerverkaufspositionen, die entstanden sind, bevor der betreffende Wertpapiertitel die Voraussetzungen einer threshold security erfüllte. Zudem sieht die Vorschrift für Optionen- Market- Maker Ausnahmen vom „locate-requirement“ und vom „close-out-requirement“ vor, soweit eingegangene Leerverkaufspositionen der Absicherung von Optionsgeschäften dienen, die abgeschlossen wurden, bevor ein Wertpapier die Voraussetzungen einer „threshold security“ erfüllte⁴¹¹.

Die Auswirkungen von 17 CFR 242.203 auf die Häufigkeit und Dauer von Lieferversagen wurden im Jahre 2006 durch das Office of Economic Analysis der SEC untersucht. Dabei wurde ein deutlicher Rückgang der täglichen Lieferversagen nach Einführung von 17 CFR

⁴⁰⁵ Regulation SHO – Rule 203(b)(3)

⁴⁰⁶ gerechnet vom Tag des Leerverkaufs (trade date) + 13 Handelstage oder vom Tag an dem die Lieferung der Wertpapiere hätte erfolgen müssen (settlement date) + 10 Handelstage.

⁴⁰⁷ Das „close-out-requirement“ gilt allerdings nur für Wertpapiere von Aktiengesellschaften, die bei der SEC registriert sind („reporting companies“) und deren Clearing über eine Wertpapierabwicklungs- und Verrechnungsstelle („clearing agency“) erfolgt. Vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 2005b.

⁴⁰⁸ Die Mehrzahl der an US-amerikanischen Börsen abgeschlossenen Wertpapiertransaktionen wird über die Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) gecleart.

⁴⁰⁹ Zudem muss der Wertpapiertitel auf einer „threshold security list“ einer Self-Regulatory Organization (SROs im Sinne der Rule 203 der Regulation SHO sind die Nasdaq, NYSE, AMEX, CSE und die ArcaEx) vermerkt sein. vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 2005b.

⁴¹⁰ Chicago Board Options Exchange 2004, S. 7.

⁴¹¹ Chicago Board Options Exchange 2004, S. 7.

242.203 festgestellt. Die täglichen Lieferversagen verringerten sich um durchschnittlich 15,3%, die bei „threshold securities“ zu verzeichnenden täglichen Lieferversagen fielen sogar um durchschnittlich 52,4%. Lieferversagen bei Wertpapieren, die mehr als 10.000 Lieferversagen/ Tag aufwiesen, sanken im Durchschnitt um 6,5%. Die durchschnittliche Dauer von Lieferversagen nahm nach Einführung von 17 CFR 242.203 um 13,4 % ab⁴¹².

4. Die Finanzmarktkrise 2007/2008 und ihre Folgen für die Leerverkäufer

Vor den Ereignissen der Finanzmarktkrise 2007/2008 konnten Leerverkäufer an US-Handelsplätzen ihrer Tätigkeit – abgesehen von den Vorschriften der Regulation SHO – weitgehend unbehelligt von regulatorischen Auflagen nachgehen. Dies änderte sich nach den Kurseibrüchen namenhafter US- Finanztitel im Sommer 2008. Zunächst wurden Aktielneerlverkäufe mittels eilig erlassener, temporärer Notverordnungen eingeschränkt. Die nachfolgende dauerhafte Leerverkaufsregulierung zielte schwerpunktmäßig auf eine Erhöhung der Transparenz von Leerverkaufs-Transaktionen sowie auf eine weitere Stärkung der Erfüllungsdisziplin.

a) Emergency Orders der SEC und die Leerverkaufsregulierung durch Self Regulatory Organizations (SRO)

Im Verlauf des Sommers/ Herbstes 2008 reagierte die US-Finanzmarktaufsicht SEC mittels mehrerer zeitlich befristeter Notverordnungen („emergency orders,“) auf die sich in diesem Zeitraum vor allem bei Finanz- und Versicherungswerten ereignenden Kursstürze. Die SEC begründete diese auf die Eingriffsbefugnis von Section 12(k)(2) SEA 1934⁴¹³ gestützten Notverfügungen mit der Notwendigkeit, abrupte Kursstürze zu unterbinden, das Vertrauen der Anleger in die Stabilität des Aktienmarkes zu schützen und die ordnungsgemäße Funktionsweise der Aktienmärkte zu gewährleisten⁴¹⁴.

⁴¹² U.S. Securities and Exchange Commission 2006.

⁴¹³ SEA 1934 = Securities and Exchange Act 1934. Näheres zum SEA 1934 siehe vorstehend Ziffer II.B.2.a).

⁴¹⁴ Vergleiche: Securities and Exchange Commission 15.07.2008; U.S. Securities and Exchange Commission 29.07.2008; U.S. Securities and Exchange Commission 19.09.2008.

(1) Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Finanz- und Versicherungstiteln (Emergency Order Release No. 58166 vom 15. Juli 2008)

Die SEC erließ am 15. Juli 2008 auf Grundlage von Section 12(k)(2) SEA 1934 eine emergency order⁴¹⁵, die sämtlichen Marktteilnehmern die Durchführung ungedeckter Leerverkäufe in 19 Finanz- und Versicherungstiteln untersagte⁴¹⁶. Den Erlass der emergency order begründete die SEC mit den zu diesem Zeitpunkt an den Aktienmärkten herrschenden volatilen Marktverhältnissen, mit seitens der SEC vermuteten Marktmanipulationen durch einzelne Leerverkäufer, sowie mit schädlichen Gerüchten, die den Notverkauf der Investmentbank Bear Stearns an JP Morgan begleitet hätten. Leerverkäufe in den von der emergency erfassten Titeln waren fortan nur noch zulässig, wenn die verkauften Titel vorab entliehen, oder wenn zumindest eine Entleiherung dieser Titel sicherstellende Vorkehrungen getroffen wurden (so genanntes „pre-borrow“-requirement). Durch eine Änderungsverfügung vom 18. Juli 2008⁴¹⁷ wurden bestimmte Market-Maker-Aktivitäten sowie Leerverkäufe im Zusammenhang mit der Erstplatzierung von Wertpapieren von dem „pre-borrow“-requirement ausgenommen. Die SEC begründete diesen Schritt mit dem Erfordernis, Market-Makern die ordnungsgemäße Ausführung von Kundenorders in sich schnell verändernden Märkten zu ermöglichen. Die emergency order, die zunächst bis zum 29. Juli 2008 befristet war, wurde nachfolgend bis zum 13. August 2008 verlängert⁴¹⁸.

(2) Bekämpfung von Lieferversagen (Emergency Order Release No. 34-58572 vom 17. September 2008)

Mit Notverfügung vom 17. September 2008⁴¹⁹ verpflichtete die SEC die Marktteilnehmern zur Lieferung leer verkaufter Wertpapiere spätestens drei Tage nach dem Abschluss des Verkaufsgeschäfts („hard T+3 close-out requirement“)⁴²⁰. Die Verpflichtung, verkaufte Wertpapiere der Gegenseite binnen drei Tagen zu liefern, war zwar nicht neu⁴²¹. Sie war aber bislang häufig nicht beachtet worden. Die Notverfügung untersagte Teilnehmern registrierter

⁴¹⁵ Securities and Exchange Commission 15.07.2008.

⁴¹⁶ Folgende Aktientitel waren von der emergency order erfasst: BNP Paribas Securities Corp. / Bank of America Corporation / Barclays PLC / Citigroup Inc. / Credit Suisse Group / Daiwa Securities Group Inc. / Deutsche Bank Group AG / Allianz SE / Goldman, Sachs Group Inc / Royal Bank ADS / HSBC Holdings PLC / J. P. Morgan Chase & Co / Lehman Brothers Holdings Inc. / Merrill Lynch & Co., Inc. / Mizuho Financial Group, Inc. / Morgan Stanley / UBS AG / Freddie Mac / Fannie Mae.

⁴¹⁷ U.S. Securities and Exchange Commission 18.07.2008.

⁴¹⁸ U.S. Securities and Exchange Commission 29.07.2008.

⁴¹⁹ U.S. Securities and Exchange Commission 17.09.2008.

⁴²⁰ U.S. Securities and Exchange Commission 17.09.2008.

⁴²¹ Lange Zeit mussten Wertpapiergeschäfte an US-amerikanischen Handelsplätzen binnen 5 Tagen erfüllt werden („T+5“). Mitte der 1990-iger Jahre verkürzte die SEC die standardmäßige Erfüllungsfrist für die meisten Wertpapiergeschäfte auf 3 Tage („T+3“). Vgl.: Securities and Exchange Commission 2004b.

Clearing Agenturen⁴²² bei Auftreten von Lieferversagen („fails-to-deliver“) die Durchführung weiterer ungedeckter Leerverkäufe in dem von dem Lieferversagen betroffenen Wertpapier bis zu einer Behebung des Lieferversagens⁴²³. Die Notverfügung hob zudem eine Ausnahmeregelung auf, die bis zu diesem Zeitpunkt Optionen- Market- Maker von den close-out- Pflichten von 17 CFR 242.204 (b)(3) ausgenommen hatte (Aufhebung der so genannten „market-maker exception“). Schließlich setzte die Notverfügung mit Rule 10b-21 auch eine Regelung in Kraft, die es Aktienleerverkäufern ausdrücklich untersagte, Broker oder Vertragspartner über ihre Fähigkeit oder Absicht, die leer verkauften Wertpapiere fristgerecht zu liefern, zu täuschen⁴²⁴. Anders als die vorausgehende Notverfügung vom 15. Juli 2008 galt die Notverfügung No. 34-58572 nicht nur für ausgewählte Finanz- und Versicherungstitel, sondern für alle an US-Aktienmärkten gehandelte Aktientitel. Die Notverfügung trat am 18. September 2008 in Kraft. Sie lief – nach einer einmaligen Verlängerung – am 17. Oktober 2008 aus⁴²⁵.

(3) Erlass eines umfassenden temporären Leerverkaufsverbotes (Emergency Order Release No. 34-58592 vom 18. September 2008)

Am 18. September 2008 untersagte die SEC auf Grundlage von Section 12(k)(2) SEA 1934 mit sofortiger Wirkung Leerverkäufe in 799 Finanz- und Versicherungstiteln⁴²⁶. Untersagt wurden – anders als bei der vorausgehenden Notverordnung No. 58166 – nicht allein ungedeckte, sondern auch gedeckte Leerverkäufe⁴²⁷. Die Verbotsverfügung erfolgte in Abstimmung mit der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde U.K. Financial Services

⁴²² „Participant of a clearing agency“ ist jede Person oder jedes Unternehmen, die/das mittels Clearing Agencies Wertpapiertransaktionen durchführt oder Wertpapiere transferiert, verpfändet, verleiht, oder belastet („A participant of a clearing agency means any person or firm, such as a broker-dealer, that uses a clearing agency to clear and settle securities transactions or to transfer, pledge, lend, or hypothecate securities“. 15 U.S.C. 78c (a) (24).

⁴²³ Leerverkäufe, bei denen das leer verkaufte Wertpapier zuvor geliehen wurde bzw. wenn eine solche Wertpapierleihe vor Durchführung des Leerverkaufs vereinbart wurde, dürfen auch weiterhin durchgeführt werden.

⁴²⁴ Rule 10b-21 kommt eher deklaratorische Bedeutung zu, da das von ihr erfasste Verhalten bereits durch bereits existierende anti-fraud rules sanktioniert wird (bspw. durch Section 10(b) Securities Exchange Act sowie durch Rule 10b-5). So beginnt die die Einführung von Rule 10b-21 betreffende Passage der Notverordnung dann auch mit der folgenden Klarstellung: „PRELIMINARY NOTE to rule 10b-21: This rule is not intended to limit, or restrict, the applicability of the general antifraud provisions of the federal securities laws, such as section 10(b) of the Act and rule 10b-5 thereunder.“

⁴²⁵ Securities and Exchange Commission 01.10.2008.

⁴²⁶ U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008a.

⁴²⁷ Emergency Order Release No. 34-58592 verweist bei der Definition der verbotenen Verkaufstransaktionen auf die in Rule 200(a) der Regulation SHO enthaltene Leerverkaufsdefinition. Diese lautet: „The term *short sale* shall mean any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller.“

Authority (FSA), die zeitgleich eine ähnliche Verbotsverfügung für britische Handelsplätze erließ⁴²⁸. Wie auch die Vorgängerverfügung, sah auch diese neue Notverfügung Ausnahmen für bestimmte Market- Maker- Aktivitäten, für Leerverkäufe im Zusammenhang mit Erstplatzierungen und für bestimmte Optionsgeschäfte vor⁴²⁹. Durch eine ergänzende Verordnung vom 21. Oktober 2008⁴³⁰ verpflichtete die SEC die Betreiber aller nationalen Wertpapierbörsen, sämtliche an ihren Handelsplätzen gehandelten Finanztitel⁴³¹ auf ihren Websites zu veröffentlichen. Alle auf den Websites nationaler Börsen nach Maßgabe dieser Emergency Order genannten Finanztitel waren – wiederum mit Ausnahmen bestimmter Market- Maker- und Optionsgeschäfte – von dem Leerverkaufsverbot der Emergency Order erfasst. Durch diese ergänzende Verordnung wurde der Anwendungsbereich der Emergency Order auf fast 1000 Wertpapiere ausgeweitet⁴³². Das Leerverkaufsverbot war zunächst bis zum 2. Oktober 2008 befristet und wurde nachfolgend bis zum Inkrafttreten des *Emergency Economic Stabilization Act 2008*⁴³³, höchstens aber bis zum 17. Oktober 2008 verlängert.

(4) Einführung temporärer Transparenzpflichten für institutionelle Investmentmanager (Emergency Order - Release No. 58591 vom 18. September 2008)

Mittels Notverfügung vom 18. September 2008⁴³⁴ erlegte die SEC institutionellen Investmentmanagern bei der Durchführung von Leerverkäufen in bestimmten Titeln⁴³⁵ umfangreiche Reportpflichten auf. Angaben über Leerverkäufe in den von der Notverordnung

⁴²⁸ U.S. Securities and Exchange Commission 19.09.2008.

⁴²⁹ U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008a, S. 3–4.

⁴³⁰ U.S. Securities and Exchange Commission 21.09.2008.

⁴³¹ Die emergency order konkretisiert die Frage, für welche Finanztitel die Veröffentlichungspflicht gelten soll wie folgt: „The Commission expects these lists to cover banks, savings associations, broker-dealers, investment advisers, and insurance companies, whether domestic or foreign, and the owners of any of these entities.”

⁴³² Brown Rudnick LLP 2008.

⁴³³ Der Emergency Economic Stabilization Act (EESA), auch unter dem Namen „Paulson-Plan“ bekannt, war ein \$ 700 Milliarden umfassendes Rettungsprogramm, das der Unterstützung und Stabilisierung des US-amerikanischen Finanzmarkts während der Finanzkrise diente. Der EESA trat am 3. Oktober 2008 in Kraft.

⁴³⁴ U.S. Securities and Exchange Commission 18.09.2008b.

⁴³⁵ Die Reportpflicht galt nur für institutionelle Investmentmanager, die Anlageentscheidungen in so genannten „Section 13(f) Securities“ treffen und die am Ende des zweiten Quartals 2008 so genannte „Form 13 F – Reports“ bei der SEC einreichen mussten. Zudem musste ein Handel in „Section 13(f) Securities“ in einem erheblichen Umfang (\$ 100,000,000/Monat) vorliegen. „Section 13(f) Securities“ werden in Section 13(d)(1) des Securities Exchange Act spezifiziert. Eine verbindliche Liste aller Section 13(f) Securities veröffentlicht die SEC vierteljährlich unter: <http://www.sec.gov/divisions/investment/13flists.htm>. Diese so genannte „Official List of Section 13(f) Securities“ umfasst börsengehandelte (bspw. NYSE & AMEX) & Nasdaq- gehandelte Wertpapiere, Aktienoptionen, Optionsscheine, Wandelschuldverschreibungen, sowie Anteile an closed-end investment companies. Vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 2011b, S. Q7.

betroffenen Titeln waren der SEC auf elektronischem Weg⁴³⁶ mitzuteilen. Die Leerverkaufsmeldungen mussten wöchentlich übermittelt werden, die SEC veröffentlichte die übermittelten Daten in anonymisierter Form zwei Wochen nach Eingang der Meldung auf ihrer Website. Mitzuteilen waren Anzahl und Wert der leer verkauften Wertpapiere. Leerverkäufe in Optionen waren von der Reportpflicht ausgenommen. Zu melden waren ferner auch die Eröffnung und die Schließung von Leerverkaufspositionen („opening short positions“ / „closing short positions“) sowie die höchsten Intraday- short- Positionen eines jeden Handelstages. Leerverkaufspositionen die weniger als 0,25% der von einem Emittenten ausgegebenen Wertpapiere umfassen oder deren Marktwert geringer als \$ 1,000,000 war, mussten nicht gemeldet werden. Die Notverordnung trat am 22. September 2008 in Kraft und war zunächst bis zum 2. Oktober 2008 befristet. Sie wurde nachfolgend durch eine weitere Verfügung vom 21. September leicht modifiziert⁴³⁷ und sodann mit Verfügung vom 2. Oktober 2008⁴³⁸ bis zum Inkrafttreten des *Emergency Economic Stabilization Act 2008*⁴³⁹, höchstens aber bis zum 17. Oktober 2008 verlängert.

Mittels der *Interim Final Temporary Exchange Act Rule 10a-3T* vom 15. Oktober 2008 wurden die vorstehend skizzierten Transparenzvorschriften bis zum 09. August 2009 erneut verlängert⁴⁴⁰. Am 27. Juli 2009 gab die SEC bekannt, Rule 10a-3T nicht zu verlängern. Die Vorschrift lief damit zum 1. August 2009 aus⁴⁴¹.

b) Erhebung und Veröffentlichung von Leerverkaufsdaten durch Self Regulatory Organizations (September 2009)

An die Stelle der vorstehend skizzierten *Interim Final Temporary Exchange Act Rule 10a-3T* trat ab Ende September 2009 ein Transparenzsystem, das die SEC in Zusammenarbeit mit den als *self regulatory organizations* (SRO)⁴⁴² anerkannten Handelsplattformen entwickelt

⁴³⁶ Die Möglichkeit einer nicht-öffentlichen Datenübermittlung mittels des von der SEC betriebenen elektronischen Report- Systems EDGAR wurde durch eine Änderungsverfügung (Order Release No. 58591A) der Ausgangsverfügung am 21.9.2011 eingeführt.

⁴³⁷ Securities and Exchange Commission 21.09.2008.

⁴³⁸ U.S. Securities and Exchange Commission 02.10.2008.

⁴³⁹ Der Emergency Economic Stabilization Act (EESA), auch unter dem Namen „Paulson-Plan“ bekannt, war ein \$ 700 Milliarden umfassendes Rettungsprogramm, das der Unterstützung und Stabilisierung des US-amerikanischen Finanzmarkts während der Finanzkrise diente. Der EESA trat am 3. Oktober 2008 in Kraft.

⁴⁴⁰ U.S. Securities and Exchange Commission 15.10.2008.

⁴⁴¹ U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009b.

⁴⁴² Self-Regulatory Organization sind nicht- Regierungsorganisationen, die mit der Befugnis ausgestattet sind, in ihrem Zuständigkeitsbereich eigene Vorschriften zu erlassen und diese durchzusetzen. Beispiele sind die großen US- Börsen (NYSE / NASDAQ oder die „Financial Industry Regulatory Authority“ (FINRA).

hatte⁴⁴³. So erhebt die *Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)*⁴⁴⁴ auf Grundlage der FINRA-Rule 7440 von den Marktteilnehmern Transaktions- und Leerverkaufsdaten: Bei der Entgegennahme oder der Erteilung von Leerverkauforders haben FINRA-Mitglieder diese Orders gemäß FINRA-Rule 7414 (b) (9) entweder mit „short sale“ oder – soweit die Voraussetzungen von 17 CFR 242.200 (g)(2) vorliegen – als „short sale exempt“ zu markieren.

Auf den Internetseiten der wichtigen US-Handelsplätze werden die an diesen Handelsplätzen von den SRO ermittelten täglichen und monatlichen Leerverkaufsumsätze veröffentlicht⁴⁴⁵. Die folgenden Handelsplätze stellen auf ihren Websites tägliche und monatliche Leerverkaufsdaten zur Verfügung:

- BATS Exchange⁴⁴⁶.
- NASDAQ Stock Market⁴⁴⁷.
- New York Stock Exchange⁴⁴⁸

Zusätzlich veröffentlichen auch die Financial Industry Regulatory Authority, Inc.⁴⁴⁹ sowie die SEC auf ihren Internetseiten aktuelle Marktdaten über an US- Börsen aufgetretene Lieferversagen („fail to deliver“)⁴⁵⁰.

⁴⁴³ U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009b.

⁴⁴⁴ Die FINRA ist die größte SRO der US-amerikanischen Finanzindustrie. In ihr sind gegenwärtig ca. 3.995 Wertpapierfirmen mit ca. 643.295 Wertpapierhändlern organisiert vgl. Selbstdarstellung der FINRA, abrufbar unter: <https://www.finra.org/about> (Stand: 22.12.2015).

⁴⁴⁵ U.S. Securities and Exchange Commission 2011a.

⁴⁴⁶ Die BATS Exchange Inc. betreibt die BZX Exchange und die BYX Exchange. Über die beiden BATS-Börsen erfolgt derzeit ca. 11%-12% des US- amerikanischen Wertpapierhandels (2011). Die Leerverkaufsdaten der BATS Exchange Inc. sind abrufbar unter: http://batstrading.com/market_data/shortsales/ (Stand: 14.04.2016).

⁴⁴⁷ Die NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) ist – gemessen an der Zahl der gelisteten Unternehmen – die größte elektronische Börse der USA. Die Leerverkaufsdaten der NASDAQ sind abrufbar unter: <http://www.nasdaq.com/quotes/short-interest.aspx> (Stand: 14.04.2016).

⁴⁴⁸ Die Leerverkaufsdaten der New York Stock Exchange LLC sind abrufbar unter: <http://www.nyxdata.com/Data-Products/NYSE-Volume-Summary> (NYSE), unter <http://www.nyxdata.com/nyxdata/DataProducts/NYSE/NYSEShortSales/tabid/724/Default.aspx> (NYSE), sowie unter: <http://www.nyxdata.com/page/875> (NYSE Arca) (Stand: 14.04.2016).

⁴⁴⁹ Die Financial Industry Regulatory Authority, Inc ist eine privatrechtlich organisierte sogenannte Self Regulatory Organisation (SRO), die ihre Mitglieder (US- Börsen/ Banken/ Investmentgesellschaften/ Wertpapierhändler & Broker) überwacht.). Die Leerverkaufsdaten der FINRA sind abrufbar unter: <http://www.finra.org/industry/trf/trf-regulation-sho-2016> sowie unter : <http://www.finra.org/industry/adf/adf-regulation-sho> (Stand: 14.04.2016).

⁴⁵⁰ Die von der SEC veröffentlichten Daten über an den US- Börsen auftretende Lieferversagen sind abrufbar unter: <http://www.sec.gov/foia/docs/failsdata.htm> (Stand: 14.04.2016).

Schließlich haben FINRA-Mitglieder⁴⁵¹ auf Grundlage von FINRA-Rule 4560 zweimal monatlich ihre Short-Positionen zu melden⁴⁵². Die Meldepflicht nach FINRA-Rule 4560 umfasst sowohl Eigengeschäfte von Brokern (proprietary trading) als auch für Kunden eingegangene Short Positionen. Die Meldepflichten sind online über das Regulation Filing Applications System (RFA) der FINRA vorzunehmen. Zu melden sind Short-Positionen, die durch Leerverkäufe im Sinne von Rule 200(a) Regulation SHO⁴⁵³ entstanden sind. Short-Positionen sind unabhängig von deren Umfang zu melden. Die von den FINRA-Mitgliedern gemeldeten Short-Positionen werden von der FINRA aggregiert und in anonymer Form mit zweiwöchiger Verzögerung in Zusammenarbeit mit der NYSE und der NASDAQ veröffentlicht⁴⁵⁴.

Wie sich inzwischen herausstellte, sind die durch die SRO erhobenen Daten allerdings aufgrund der Komplexität der Leerverkaufs-Kennzeichnungspflichten ungenau und wenig aussagekräftig. Die von den SRO veröffentlichten Leerverkaufsdaten werden nach Einschätzung der SEC daher von Marktteilnehmern kaum zur Kenntnis genommen⁴⁵⁵.

c) Stärkung der Erfüllungsdisziplin durch Rule 204T und Rule 204 Regulation SHO

Mittels der Rule 204T und der 204 Regulation SHO bemühte sich die SEC um eine Verbesserung der Erfüllungsdisziplin im Zusammenhang mit Leerverkäufen.

(1) Rule 204T Regulation SHO

Infolge der im Herbst 2008 an US- Aktienmärkten aufgetretenen schweren Kursturbulenzen ergänzte die SEC die Regulation SHO um die temporäre Rule 204T⁴⁵⁶ (nachfolgend: 17 CFR 242.204T). Die Vorschrift trat am 17. Oktober 2008 in Kraft. Sie wurde parallel zu der gegen missbräuchliche ungedeckte Leerverkäufe gerichteten Vorschrift 17 CFR 240.10b-21⁴⁵⁷

⁴⁵¹ Alle an US-Handelsplätzen tätigen Wertpapierhändler müssen sich als Mitgliedsunternehmen der FINRA oder als Mitglied einer anderen Self Regulatory Organisation (SRO) registrieren. Die FINRA ist mit 641.157 Mitgliedern (Broker) die größte SRO der USA. Vgl. <http://www.finra.org/about> (Stand: 14.6.2016).

⁴⁵² Vgl. FINRA- Rule 4560, abrufbar unter:

http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=6288 (Stand 13.06.2016)

⁴⁵³ 17 CFR 242.200 (a): *“The term short sale shall mean any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller.”*

⁴⁵⁴ U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 17–18

⁴⁵⁵ U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 19–22.

⁴⁵⁶ U.S. Securities and Exchange Commission 14.10.2008b.

⁴⁵⁷ Siehe hierzu die nachfolgenden Ausführungen Unter Ziffer II.B.4.e).

erlassen. 17 CFR 242.204T verschärfte das durch 17 CFR 242.204⁴⁵⁸ eingeführte „close-out-requirement“ erheblich: Sie sah strenge Eindeckungsregeln für nicht rechtzeitig erfüllte long- und short – Transaktionen vor. Zudem galt 17 CFR 242.204T - anders als Rule 203 - nicht nur für so genannte „threshold securities“⁴⁵⁹, sondern für sämtliche Wertpapiere, bei denen Lieferversagen auftraten⁴⁶⁰. Gemäß 17 CFR 242.204T waren Clearing-Broker zur rechtzeitigen Erfüllung von Lieferverpflichtungen aus long- und short- Verkäufen verpflichtet. Lieferversagen, die aus short- Verkäufen resultieren, waren spätestens an dem den Erfüllungstag nachfolgenden Tag (T+4) auszugleichen. Lieferversagen, die aus long- Verkäufen resultieren, waren spätestens drei Handelstage nach dem regulären Erfüllungstermin auszugleichen (T+6). Diese „close outs“ konnten bei im Rahmen von Leerverkäufen auftretenden Lieferversagen wahlweise mit geliehenen oder mit gekauften Wertpapieren erfolgen, während Lieferversagen, die infolge regulärer Aktienverkäufe (long sale) auftraten, zwingend mittels gekaufter Wertpapiere glatt zu stellen waren⁴⁶¹. Lieferversagen, die so genannte „Restricted Securities“ im Sinne von Rule 144 SEC⁴⁶² betrafen, mussten gemäß 17 CFR 242.204T (a)(2) spätestens sechsunddreißig Tage nach dem regulären Erfüllungstermin behoben werden.

Soweit ein Broker nicht die von 17 CFR 242.204T geforderte Glattstellung vornahm, war ihm die Durchführung weiterer Leerverkäufe in dem von dem Lieferversagen betroffenen Wertpapier untersagt, soweit er sich die leer zu verkaufenden Wertpapiere nicht zuvor leihweise beschaffte oder eine solche Beschaffung zumindest mittels eines bona- fide – arrangements vereinbarte (so genanntes „pre-borrow-requirement“)⁴⁶³. Das Verbot galt sowohl für Eigengeschäfte des Brokers wie auch für solche Transaktionen, die für andere Broker (Introducing Broker bzw. Executing Broker⁴⁶⁴) oder Market Maker durchgeführt

⁴⁵⁸ Gelegentlich auch bezeichnet als „Rule 203 Regulation SHO“.

⁴⁵⁹ „Threshold securities“ sind Wertpapiere, die bei einer registrierten Clearing-Agentur (bspw. bei der National Securities Clearing Corporation (NSCC)) an fünf aufeinanderfolgenden Tagen Lieferversagen (fail to deliver positions – ftd) in Höhe von mindestens 10.000 Stück und mindestens 0,5% des ausgegeben Aktienkapitals des Emittenten erreichen. Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 2015.

⁴⁶⁰ SEC eliminates option market- maker exception to close-out requirement of regulation sho 2008.

⁴⁶¹ Goodwin Procter LLP 2008.

⁴⁶² Restricted Securities im Sinne von Rule 144 SEC sind Wertpapiere, die im Rahmen einer Privatplatzierung (private placement) erworben wurden und die nicht bei der SEC registriert sind. Vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 2008.

⁴⁶³ Goodwin Procter LLP 2008.

⁴⁶⁴ Wertpapiertransaktionen werden üblicherweise durch Executing Broker/ Introducing Broker einerseits, und Clearing Broker andererseits ausgeführt. Der Executing Broker/ Introducing Broker steht mit dem Endkunden in Kontakt und nimmt von diesem Kauf- und Verkaufsanweisungen entgegen. Der Clearing Broker erhält seine Anweisungen vom Executing Broker/ Introducing Broker und führt diese an den Börsenplätzen aus. Gelegentlich erfüllt ein Broker auch beide Funktionen. In diesen Fällen spricht man von "self-clearing".

wurden. Dies hatte zur Folge, dass beispielsweise Introducing Broker ihren Kunden gegenüber die Durchführung von Leerverkäufen in von Lieferversagen betroffenen Wertpapieren ablehnen mussten, wenn der Clearing- Broker die von 17 CFR 242.204T geforderte Glattstellung nicht durchführte und die leer verkauften Wertpapiere nicht vorab entliehen werden konnten⁴⁶⁵. Auch Market Maker waren – solange der von Ihnen beauftragte Clearing Broker entgegen der Vorgaben von 17 CFR 242.204T Lieferversagen nicht glattstellte – an der Durchführung von Leerverkäufen auf Grundlage des „locate-requirements“ gehindert. 17 CFR 242.204T hob damit die von der Regulation SHO bisher zur Verbesserung der Marktliquidität vorgesehene Ausnahme vom pre- borrow- requirment für Market Maker auf. Unmittelbare Adressaten von 17 CFR 242.204T waren ausschließlich Clearing Broker. Über den vorstehend skizzierten Verbots- Mechanismus wirkte sich die Vorschrift mittelbar aber auch auf Endkunden und Market- Maker aus und hindert diese an der Durchführung von Leerverkäufen in Wertpapieren, die Lieferversagen aufweisen⁴⁶⁶.

17 CFR 242.204T war ursprünglich als befristete Regulierung („Interim final temporary rule“) mit Wirksamkeit bis zum 31 Juli 2009 erlassen worden⁴⁶⁷. Sie wurde nachfolgend von der SEC leicht modifiziert und in eine permanente Regulierung (Rule 204 Regulation SHO) umgewandelt.

(2) Rule 204 Regulation SHO

Die vorstehend vorgestellte temporary Rule 204T (nachfolgend: 17 CFR. 242.204T) war – wie eine von der SEC durchgeführte Anhörung von Marktteilnehmern ergab – auf breite Zustimmung der Marktakteure gestoßen. Nach allgemeiner Auffassung wurden durch die Vorschrift Lieferversagen und exzessiv auftretende ungedeckte Leerverkäufe effektiv bekämpft⁴⁶⁸. Die temporäre Vorschrift 17 CFR. 242.204T wurde daher von der SEC unter

⁴⁶⁵ Goodwin Procter LLP 2008; Griffin 2008. Unter normalen Umständen reicht es aus, dass der Leerverkäufer versichert, die leer zu verkaufenden Wertpapiere „lokalisiert“ zu haben („locate requirment“). Dieses Erfordernis kann bspw. dadurch erfüllt werden, dass die betreffenden Wertpapiere vorab entliehen werden oder dass die Wertpapiere auf einer aktuellen „easy- to- borrow- list eines Börsenplatzes vermerkt sind. Bei Wertpapieren, deren Lieferversagen nicht gemäß Rule 204T glatt gestellt werden, gilt das „locate- requirement“ nicht. Stattdessen müssen Wertpapiere, die leer verkauft werden sollen, vorab tatsächlich entliehen werden. Dies erschwert und verteuert Leerverkäufe. Vergleiche: Metha 2009.

⁴⁶⁶ Goodwin Procter LLP 2008.

⁴⁶⁷ U.S. Securities and Exchange Commission 14.10.2008b, S. 1.

⁴⁶⁸ Richard Ketchum, Vorsitzender der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA): "It's remarkable how well that has worked". Kevin Cronin, Director des global equity trading des Investors Invesco: "the problem of naked short selling has been effectively dealt with through Rule 204T." . Jerry O'Connell, chief compliance officer bei Susquehanna International Group: "Rule 204T has fixed the problem of abusive short selling". Vergleiche: Metha 2009; vergleiche auch: U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009a, S. 12.

Vornahme geringer Modifikationen am 31. Juli 2009 als Rule 204 [nachfolgend: 17 CFR 242.204] in eine permanente Vorschrift umgewandelt⁴⁶⁹. Dabei wurden die folgenden Änderungen vorgenommen: Gemäß 17 CFR 242.204 (a)(1) dürfen Lieferversagen, die sich infolge von Long Sales ereignen, nun auch mittels geliehener Wertpapiere glatt gestellt werden. 17 CFR. 242.204T hatte dagegen die Verpflichtung enthalten, derartige Lieferversagen zwingend mittels gekaufter Wertpapiere glatt zu stellen⁴⁷⁰. Sah 17 CFR. 242.204T (a)(2) noch hinsichtlich der Zwangseindeckung eine Privilegierung für von in „Restricted Securities“⁴⁷¹ aufgetretenen Lieferversagen vor⁴⁷², so dehnt die modifizierte Rule 17 CFR 242.204 diese Privilegierung auf alle Wertpapiere aus, die dem Verkäufer gemäß 17 CFR 242.200 als in seinem Eigentum stehend („deem to own“) zugeordnet sind⁴⁷³, und die der Wertpapierverkäufer alsbald nach Behebung etwaig bestehender Lieferhemmnisse zu liefern beabsichtigt⁴⁷⁴. Lieferversagen in solchen Wertpapieren sind spätestens 35 Tage nach dem regulären Erfüllungstermin zu beseitigen⁴⁷⁵. Die vorgenannte Kürzung der Zwangseindeckungsfrist von sechsunddreißig auf fünfunddreißig Tage erfolgte, um die Zwangseindeckungsfrist von 17 CFR 242.204 (a)(2) der ebenfalls fünfunddreißigtägigen Zwangseindeckungsfrist von 17 CFR 242.203(b)(2)(ii) (Zwangseindeckungen bei Ausnahmen vom „locate requirement“) anzugleichen⁴⁷⁶.

d) Eliminierung des Optionen- Market Maker Privilegs durch Verschärfung der Rule 203 Regulation SHO

Bislang waren Lieferversagen, die durch registrierte Optionen - Market Maker eingegangen worden waren und die der Absicherung von Optionsgeschäften dienten, von der Glattstellungspflicht der Rule 203 Regulation SHO⁴⁷⁷ ausgenommen gewesen⁴⁷⁸. Mit Wirkung zum 17. Oktober 2008 hob die SEC diese Privilegierung von Optionen- Market

⁴⁶⁹ U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009a; Willkie Farr & Gallagher LLP

⁴⁷⁰ Chicago Board Options Exchange 2009, S. 2.

⁴⁷¹ Restricted Securities im Sinne von Rule 144 SEA sind Wertpapiere, die im Rahmen einer Privatplatzierung (private placement) erworben wurden und die nicht bei der SEC registriert sind. Vgl.: U.S. Securities and Exchange Commission 2008.

⁴⁷² Die Zwangseindeckungsfrist für Restricted Securities betrug 36 Tage, gerechnet ab dem regulären Erfüllungstermin. Siehe hierzu die vorstehenden Ausführungen unter Ziffer II.B.4.c)

⁴⁷³ Wertpapiere im Sinne von Rule 200 Regulation SHO sind bspw. Wertpapiere, die bereits erworben aber noch nicht geliefert wurden, oder Wertpapiere, über die der Berechtigte zwar noch nicht verfügen kann auf die er aber eine Option hält.

⁴⁷⁴ U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009a, S. 43 ff; Trocchio und Callcott 2009.

⁴⁷⁵ Rule 204T (a)(2) sah dagegen vor, dass Lieferversagen in privilegierten Wertpapieren nach Rule 144 SEA erst 36 Tage nach dem regulären Erfüllungstermin zu beseitigen waren. Vergleiche: Chicago Board Options Exchange 2009, S. 4.

⁴⁷⁶ Trocchio und Callcott 2009.

⁴⁷⁷ 17 CFR 242.203.

⁴⁷⁸ Vgl. Rule 203 (b)(3) (iii) Regulation SHO (alte Fassung).

Makern auf⁴⁷⁹. Ziel der Aufhebung des Optionen Market- Maker Privilegs war die Reduzierung von Lieferversagen (fails to deliver)⁴⁸⁰.

**e) Untersagung von Täuschungen hinsichtlich der
Fähigkeit, Wertpapierverkäufe rechtzeitig zu erfüllen - Rule
240.10b-21**

Mit Wirkung vom 17. Oktober 2008 führte die SEC Rule 10b-21 (nachfolgend: 17 CFR 240.10b-21) ein. Die Vorschrift definiert Wertpapierverkaufsaufträge als manipulative Täuschungshandlungen⁴⁸¹, wenn der Wertpapierverkäufer den ausführenden Broker/ Dealer bzw. die zuständige Clearing- Agentur bezüglich der zu verkaufenden Wertpapiere über seine Absicht oder Fähigkeit, die verkauften Wertpapiere rechtzeitig zum Erfüllungstermin (i.d.R. T+3) zu liefern, täuscht⁴⁸². 17 CFR 240.10b-21 soll bereits existierende Antibetrugsvorschriften ergänzen. Nach Auffassung der SEC gewährt 17 CFR 240.10b-21 zudem ein „private right of action“ und kann damit Grundlage privatrechtlicher Schadensersatzansprüche sein⁴⁸³.

**f) Einführung der “alternative uptick rule” und eines
“circuit breaker” durch Rule 201 Regulation SHO**

Rule 201 Regulation SHO (nachfolgend: 17 CFR 242.201) kann als Nachfolgeregelung der im Jahre 2007 von der SEC aufgehobenen Rule 17 CFR 240.10a-1 („Uptick Rule“) verstanden werden⁴⁸⁴. Mit ihr reagierte die SEC auf die im Verlauf der Finanzmarktkrise 2008 an US-Aktienmärkten aufgetretenen Kursturbulenzen.

17 CFR 242.201 findet auf sämtliche equity securities⁴⁸⁵ Anwendung, die an US-amerikanischen Handelsplätzen gehandelt werden. Die Vorschrift gilt sowohl für den Börsenhandel wie auch für den Freiverkehr (OTC)⁴⁸⁶. Zweck der Regelung ist die Erschwerung von Leerverkäufen bei stark fallenden Kursen. Sie kombiniert einen so genannten „Circuit- Breaker“ mit einem „bid test“. Gemäß 17 CFR 242.201 dürfen Aktien,

⁴⁷⁹ SEC eliminates option market- maker exception to close-out requirement of regulation sho 2008.

⁴⁸⁰ SEC eliminates option market- maker exception to close-out requirement of regulation sho 2008.

⁴⁸¹ Welche Verhaltensweisen im Wertpapierhandel als Täuschungshandlungen zu werten sind, wird durch 17 CFR 240.10b-5 festgelegt. Auf diese Vorschrift verweist Rule 240.10b-21.

⁴⁸² UBS 2008.

⁴⁸³ U.S. Securities and Exchange Commission 14.10.2008a, S. 23.

⁴⁸⁴ Zur Rule 17 CFR 240.10a-1 siehe vorstehende Ausführungen unter Ziffer II.B.2.a).

⁴⁸⁵ Equity Securities sind in erster Linie Aktien.

⁴⁸⁶ Simpson Thacher & Bartlett LLP 2010, 1

die an einer nationalen Börse gehandelt werden und deren Kurs im Vergleich zum Schlusskurs der Vortages⁴⁸⁷ um mindestens 10% gefallen ist, nur noch zu Preisen oberhalb des höchsten auf allen nationalen Börsenplätzen gebotenen Geldkurses („National Best Bid“⁴⁸⁸) leer verkauft werden⁴⁸⁹. Diese Einschränkung gilt für den Tag des Kursrückganges sowie für den nachfolgenden Handelstag. Handelsplätze trifft gemäß 17 CFR 242.201 die Pflicht, durch entsprechende Vorkehrungen für die Einhaltung der vorstehend skizzierten Regelung zu sorgen⁴⁹⁰.

17 CFR 242.201(c) sieht ergänzende Regelungen für Broker und Handelsplätze vor, die diesen das Management des Auftragsflusses (Order- Flow) erleichtern sollen. So dürfen bspw. Broker selbst festlegen, ob von ihnen getätigte Leerverkäufe oberhalb des „national best bid“ gepreist sind, soweit sie die betreffenden Leerverkäufe als „short exempt“ (17 CFR 242.200 (g)) kennzeichnen. Für die ausführenden Handelsplätze ist die Vorgabe der Broker dann verbindlich⁴⁹¹.

17 CFR 242.201 (d) sieht Ausnahmetatbestände für bestimmte Leerverkaufstransaktionen von 17 CFR 242.201 (b) vor. Diese unter 17 CFR 242.201(d) enumerativ aufgezählten Ausnahmetatbestände betreffen bspw. Sachverhalte, bei denen der Verkäufer noch nicht über das verkaufte Wertpapier verfügen kann soweit zu erwarten ist, dass eine solche Verfügungsmöglichkeit zeitnah eintreten wird⁴⁹², bestimmte odd-lot-Transaktionen⁴⁹³,

⁴⁸⁷ Es gilt der während der regular trading hours (RTH), nicht der im „after -hours trading (AH) festgestellte Schlusspreis. RTH = 9:30 Uhr – 16:00 Uhr/ AH = 16:00 Uhr – 20:00 Uhr.

⁴⁸⁸ Hinsichtlich der Definition „national best bid“ verweist Rule 201.a.4 auf Rule 242.600(b)(42): “National best bid and national best offer means, with respect to quotations for an NMS security, the best bid and best offer for such security that are calculated and disseminated on a current and continuing basis by a plan processor pursuant to an effective national market system plan; provided, that in the event two or more market centers transmit to the plan processor pursuant to such plan identical bids or offers for an NMS security, the best bid or best offer (as the case may be) shall be determined by ranking all such identical bids or offers (as the case may be) first by size (giving the highest ranking to the bid or offer associated with the largest size), and then by time (giving the highest ranking to the bid or offer received first in time).”

⁴⁸⁹ Bayer 2009.

⁴⁹⁰ Davis Polk & Wardwell LLP 2010.

⁴⁹¹ Allerdings müssen sie sicherstellen, jederzeit das „national best bid“ ermitteln und sich den Vorgaben der Rule 201 konform verhalten zu können. Dieser Umstand ist zu dokumentieren. Trading centre dürfen gemäß Rule 201(b)(1)(iii)(A) Leerverkäufe auch zum „national best bid“ oder darunter ausführen, wenn zum Zeitpunkt der erstmaligen Bekanntgabe der Order, der Preis oberhalb des national best bid“ gelegen hat. Vergleiche: Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP 2010, S. 3–4; U.S. Securities and Exchange Commission 2010, S. Rule 201(c) — Broker-Dealer Provision; Davis Polk & Wardwell LLP 2010, S. 4.

⁴⁹² Rule 201(d)(1) verweist zu diesem Zweck auf Rule 200, die zahlreiche Tatbestände enumerativ aufzählt, bei denen Wertpapiere zwar nicht unmittelbar der Verfügungsgewalt des Berechtigten unterliegen, bei denen aber davon auszugehen ist, dass der Berechtigte zeitnah Verfügungsgewalt über die Wertpapiere erlangen wird. Ein solcher Fall ist bspw. gegeben, wenn der Wertpapierkäufer mit einer Dritten Partei einen verbindlichen Vertrag über die Lieferung der zu verkaufenden Wertpapiere geschlossen hat, diese aber noch nicht erhalten hat. Auch

bestimmte inländische und transnationale Arbitrage- Transaktionen oder Verkäufe im Zusammenhang mit Überzuteilungen (over-allotments). Auch „riskless- principal- transactions“⁴⁹⁴ sind gemäß Rule 17 CFR 242.201 (d)(6) vom Price- Test nach 17 CFR 242.201 (b) ausgenommen. Alle Leerverkäufe, die auf die Ausnahmeregelung der 17 CFR 242.201 (d) gestützt werden, sind vom Broker als “short exempt” zu kennzeichnen. Der Broker hat die ordnungsgemäße Durchführung der Transaktionen ständig zu überwachen und zu dokumentieren⁴⁹⁵.

Die Ausnahmen, die ein Abweichen von 17 CFR 242.201 (b) zulassen, sind eng gefasst. Ausnahmetatbestände für Market Making- Tätigkeiten (dies betrifft auch Market Making für Transaktionen in Derivaten, Optionen, Convertible Securities⁴⁹⁶, börsengehandelte Fonds (ETF), MOO- bzw. MOC- Order⁴⁹⁷ sowie für Leerverkäufe im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen) sieht 17 CFR 242.201 nicht vor⁴⁹⁸. Die SEC begründet den Verzicht auf Sonderregelungen für Market Maker mit dem Argument, dass der price- test der Vorschrift nur in selten auftretenden Extremsituationen greife⁴⁹⁹.

17 CFR 242.201 trat am 28. Februar 2011 in Kraft⁵⁰⁰.

Fälle, in denen der Verkäufer Optionen auf die zu verkaufenden Wertpapiere besitzt, diese aber noch nicht ausgeübt hat, unterfallen der Definition von Rule 200.

⁴⁹³ Eine odd-lot- Transaktion ist üblicherweise ein Wertpapierkauf- oder Verkauf, der weniger Wertpapiere als eine round- lott- Transaktion (100 Stück) umfasst. Vergleiche: Financial Industry Regulatory Authority 2007 (Effective- Date 2008), S. 3 (Endnote No.1)

⁴⁹⁴ Eine riskless- principal- transactions ist eine Transaktion, bei welcher der Broker/ Dealer nach Erhalt einer Kauf- oder Verkaufs- Order entsprechend dieser Order in einer zweiten, zeitgleichen Transaktion die betreffenden auf eigene Rechnung verkauft/ bzw. kauft. Vergleiche: Rhoades 2009, S. 20, Fußnote 65.

⁴⁹⁵ U.S. Securities and Exchange Commission 2010, S. Rule 201(d) — Exceptions.

⁴⁹⁶ Convertible Securities sind Wertpapiere, die ihrem Inhaber das Recht verbriefen, sie zu definierten Zeitpunkten oder innerhalb definierter Zeiträume in andere Wertpapiere der Emittentin einzutauschen. Beispiele sind Convertible Preferred Stocks (Vorzugsaktien) und Convertible Bonds (Wandelanleihe).

⁴⁹⁷ MOO- Order = market-on-opening-order (Markttorder, die vor Börseneröffnung erteilt und dann sofort zu Beginn der Börsensitzung auszuführen ist). MOC- Order = market-on-close-order (Markttorder, die innerhalb der letzten Handelssekunden zum Schluss einer Markthandelsphase –je nach Marktmodell zumeist in den letzten 30 bis 60 Handelssekunden – zur Ausführung kommt.

⁴⁹⁸ Davis Polk & Wardwell LLP 2010, S. 4.

⁴⁹⁹ Die SEC argumentiert, dass beispielsweise in dem Zeitraum 9. April 2001 – 30 September 2009 die price- test- Restriktion der Rule 201 an durchschnittlichen Handelstagen nur 4% aller von der Regelung erfassten Wertpapiere betroffen hätte. Während des Zeitraums 1. Januar 2004 – 31. Dezember 2006 wären mit 1,3% sogar noch weniger Wertpapiere betroffen gewesen. Vergleiche: U.S. Securities and Exchange Commission 26.02.2010, S. 139 ff (147).

⁵⁰⁰ Das „compliance date“ der Vorschrift wurde zunächst auf den 10. November 2010 terminiert und nachfolgend auf den 28. Februar 2011 verschoben, um den von der Regelung betroffenen Handelsplätzen und Marktteilnehmern die Schaffung der für die Umsetzung der Regulierung erforderlichen technischen Voraussetzungen zu erleichtern. Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 04.11.2010.

5. Die Weiterentwicklung der US-Leerverkaufsregulierung durch den Dodd-Frank Act

Der *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd–Frank Act)* ist ein US- amerikanisches Bundesgesetz⁵⁰¹. Er wurde im Sommer 2010 als Reaktion auf die Finanzmarktkrise 2007/2008 erlassen. Es handelt sich um die umfassendste Finanzmarktrechtsreform seit der großen Depression⁵⁰². Der Dodd-Frank Act enthält in Section 929X (a)–(c) (*Short Sale Reforms*) drei Short-Transaktionen betreffende Neuregelungen. Zusätzlich wird in Section 417 (a)(2) des Dodd-Frank Acts die US-Finanzmarktaufsicht SEC verpflichtet, die Machbarkeit einer Erfassung von Leerverkäufen in Echtzeit zu untersuchen.

a) Dodd-Frank Act, Section 929X (a) – Short Sale Disclosure

Durch Section 929X (a) des Dodd-Frank Acts wurde Section 13(f) paragraph (2) in den Securities Exchange Act 1934 eingefügt. Die Vorschrift ermächtigt und verpflichtet die SEC zum Erlass von Vorschriften, die institutionelle Investment-Manager zu regelmäßigen Veröffentlichungen ihrer Leerverkaufspositionen verpflichten. Die von der SEC zu erlassenen Offenlegungsvorschriften müssen gemäß Section 13(f) paragraph (2) Securities Exchange Act 1934 insbesondere die Offenlegung der folgenden Angaben vorschreiben:

- Präzise Bezeichnung des leer verkauften Titels
- Wertpapierklasse
- CUSIP-Nummer⁵⁰³
- Gesamtzahl der in jedem Wertpapier getätigten Leerverkäufe.

Die SEC wird ausdrücklich ermächtigt, weitere Meldepflichten festzulegen. Eine Offenlegung von Leerverkaufspositionen hat mindestens monatlich zu erfolgen.

Die SEC hat zum gegenwärtigen Standpunkt die Vorgaben aus Section 929X (a) des Dodd-Frank Acts noch nicht umgesetzt⁵⁰⁴

⁵⁰¹ ‘Dodd-Frank.

Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H. R. 4173, abrufbar unter: <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf> (Stand: 26.05.2016).

⁵⁰² Streit 2014.

⁵⁰³ CUSIP = Committee on Uniform Securities Identification Procedures. Die CUSIP- Nummer wurde 1962 vom CUSIP eingeführt. Sie besteht aus 9 Ziffern (Zahlen & Buchstaben) und ermöglicht eine Identifizierung von in den USA und in Kanada registrierten Aktien sowie von US- Bundesanleihen und Municipal Bonds (von US-Bundesstaaten oder von US-Kommunalverwaltungen begebene Anleihen).

b) Dodd-Frank Act Section 929X (b) - Short Selling Enforcement

Durch Section 929X (b) des Dodd-Frank Acts wurde Section 9(d) (*Transactions Relating to Short Sales of Securities*) in den Securities Exchange Act 1934 eingefügt. Die Vorschrift untersagt die Durchführung manipulativer Leerverkäufe unter Nutzung zwischenstaatlicher⁵⁰⁵ und innerstaatlicher Börsen- und Handelseinrichtungen oder Mitglieder einer nationalen Börse. Die SEC wird durch Section 929X (b) Dodd-Frank Act ermächtigt, geeignete Maßnahmen zur Verhinderung von Verstößen gegen die Vorschrift von Section 9(d) SEA 1934 zu erlassen.

Die SEC hat zum gegenwärtigen Standpunkt noch keine näheren Vorschriften zur Ausgestaltung der aus Section 929X (b) des Dodd-Frank Acts folgenden Vorgaben erlassen⁵⁰⁶.

c) Dodd-Frank Act Section 929X (c) – Investor Notification

Durch Section 929X (c) des Dodd-Frank Acts wurde Section 15(e) (*Notices to Customers Regarding Securities Lending*) in den Securities Exchange Act 1934 eingefügt. Die Vorschrift verpflichtet Börsenmakler und Wertpapierhändler, ihre Kunden über das Recht in Kenntnis zu setzen, eine Verwendung ihrer Wertpapiere für Leerverkäufe oder im Zusammenhang mit Leerverkäufen – bspw. durch die Verleihung dieser Wertpapiere an Dritte – zu untersagen. Um dieses Recht in Anspruch nehmen zu können, muss der Kunde die betreffenden Wertpapiere zuvor vollständig bezahlt haben. Soweit Börsenmakler und Wertpapierhändler die Wertpapiere ihrer Kunden für Leerverkäufe oder im Zusammenhang mit Leerverkäufen verwenden – auch in diesen Fällen wird regelmäßig ein Verleih dieser Wertpapiere an Dritte im Vordergrund stehen – müssen die betroffenen Kunden über durch diese Verwendung der Wertpapiere generierten Vergütungen informiert werden. Die SEC wird durch Section 929X

⁵⁰⁴ Vgl. <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank.shtml#>. Rubrik: „Other“. Hier ist die Umsetzung von „Section 929X(a) - Short sale reforms“ als noch ausstehend („remaining“) angegeben (Stand: 12.06.2016).

⁵⁰⁵ Section 929X (b) des Dodd-Frank Acts untersagt die Durchführung manipulativer Leerverkäufe „by the use of (...) any means or instrumentality of interstate commerce“. Der Begriff „interstate commerce“ beinhaltet Handel, Handelsverkehr sowie das Transport- und Kommunikationswesen zwischen den Bundesstaaten der USA, zwischen ausländischen Staaten und jedem US-Bundesstaat und zwischen jedem Ort in den USA und jeden anderen im Ausland gelegenen Ort oder Schiff der USA. Auch die inner(bundes)staatliche Nutzung einer inländischen Börseneinrichtung oder eines Email- oder Telekommunikationsmittels erfüllt den Tatbestand der Nutzung eines „means or instrumentality of interstate commerce“. Vgl. Deming ©2010, S. 9.

⁵⁰⁶ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 25–26. Stand: 18.5.2016, vgl. <https://www.sec.gov/News/Article/Detail/Article/1370539735139>).

(c) des Dodd-Frank Act ermächtigt, die Einzelheiten einer solchen Kundenbenachrichtigung nach eigenem Ermessen regulativ auszugestalten.

Die SEC hat zum gegenwärtigen Zeitpunkt die Vorgaben aus Section 929X (c) des Dodd-Frank Acts noch nicht umgesetzt⁵⁰⁷.

d) Dodd-Frank Act Section 417 (a) – Commission Study and Report on Short Selling

Section 417(a)(2) des Dodd-Frank Acts verpflichtete die SEC zur Durchführung einer Studie hinsichtlich der Machbarkeit, der Vor- und Nachteile sowie der Kosten eines Meldesystems, das Leerverkaufstransaktionen in öffentlich gehandelten Wertpapieren in Echtzeit erfasst. Erwogen wurde eine Variante, bei der die ermittelten Leerverkaufsdaten der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden sowie eine zweite Variante, bei der nur die SEC und die FINRA⁵⁰⁸ Zugriff auf die Leerverkaufsdaten haben sollten. Die SEC legte am 5. Juni 2014 einen auf Grundlage von Section 417(a)(2) des Dodd-Frank Acts gefertigten Bericht vor⁵⁰⁹. Neben der Zweckmäßigkeit eines Echtzeit-Meldesystems für Leerverkaufstransaktionen befasst sich der Bericht auch mit der Machbarkeit und der Zweckmäßigkeit eines dem europäischen Transparenzsystem vergleichbaren Short- Position- Reporting- Systems. Die SEC kam letztlich zu dem Schluss, dass weder die Einführung eines Echtzeit-Meldesystems für Leerverkaufstransaktionen, noch die eines Short-Position-Reporting-Systems unter Kostengesichtspunkten vertretbar sei: Der Nutzen der mittels derartiger Systeme erhobenen Daten sei aus aufsichtsrechtlicher Sicht bescheiden. Dem überschaubaren Nutzen stünden erhebliche Implementierungs- und Compliance- Kosten gegenüber. Die SEC lehnte daher im Ergebnis die Einführung eines Echtzeit-Meldesystems für Leerverkaufstransaktionen sowie eines Short-Position-Reporting-Systems vor allem aus Kostengründen ab⁵¹⁰. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind auf Grundlage des vorstehend genannten Berichts der SEC keine weiteren regulatorischen Maßnahmen ergriffen worden.

⁵⁰⁷ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 25–26, <https://www.sec.gov/News/Article/Detail/Article/1370539735139> (Stand: 8.6.2016.)

⁵⁰⁸ Die Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) ist eine US-amerikanische Self Regulatory Organization, (SRO), die unter Anderem auch für die Beaufsichtigung von Wertpapierhändlern zuständig ist.

⁵⁰⁹ U.S. Securities and Exchange Commission 2014.

⁵¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 114–115.

6. Zusammenfassende Betrachtung der Leerverkaufsregulierung in den USA

In den Anfangsjahren des US-amerikanischen Börsenhandels zu Beginn des 19. Jahrhunderts waren Leerverkäufe nur fragmentarisch und auch nur auf bundesstaatlicher Ebene reguliert. Die im Jahr 1938 eingeführte Uptick-Rule – die Leerverkäufe nur bei steigenden Kursen erlaubte – war die erste nationale Leerverkaufsvorschrift und sie sollte für Jahrzehnte die einzige bedeutsame Leerverkaufsregulierung am US-Finanzmarkt bleiben.

Ab dem Jahr 2005 konzentrierte sich die SEC mit Einführung der Regulation SHO auf die Bekämpfung der mit Leerverkäufen häufig einhergehenden Lieferversagen sowie auf die Verbesserung der Transparenz von Leerverkaufstransaktionen. Die Einführung einer Markierungspflicht für Leerverkäufe Anfang 2005 („marking requirement“ – Rule 200 Regulation SHO) ermöglichte eine bessere Überwachung von Leerverkäufen durch die Marktaufsichtsbehörden und erleichterte der Wissenschaft zudem die empirische Erforschung dieser Handelstechnik. Die bis Mitte 2007 ausgesprochen starke weltwirtschaftliche Dynamik und der damit einhergehende Stabilität der boomenden Aktienmärkte führte zu einer eher sorglosen Betrachtung von Leerverkäufen durch die SEC und schließlich zu der Aufhebung der langjährig bewährten Uptick-Rule im Jahr 2007.

Erst mit Platzen der US- Immobilienblase und der nachfolgenden, von schweren Kursverlusten begleiteten Finanzmarktkrise 2007/2008 setzte ein Umdenken der US-Politik und Finanzmarktaufsicht bezüglich Leerverkäufen ein: Mittels einer Vielzahl hastig erlassener Notverordnung versuchte die SEC im Spätsommer/Herbst 2008 den massiven Kursverlusten und der infolge der Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers um sich greifenden Marktpanik Herr zu werden. Die Effektivität der mittels Notverordnungen verhängten temporären Leerverkaufsverbote wird heute von der Wissenschaft aber auch von der SEC selbst überwiegend kritisch betrachtet. So sagte der damalige Vorsitzende der SEC, Christopher Cox, nur drei Monate nach Verhängung der temporären Leerverkaufsverbote: *"While the actual effects of this temporary action will not be fully understood for many more months, if not years... knowing what we know now, I believe on balance the Commission would not do it again"*⁵¹¹. Auch Cox' Nachfolgerin, Kathleen L. Casey, bewertete die per

⁵¹¹ Bianchi und Drew 2012, S. 7.

Notverordnung erlassenen temporären Leerverkaufsverbote rückblickend eher kritisch⁵¹². Die *Federal Reserve Bank of New York* wies darauf hin, dass die Wertpapierkurse nach Erlass der temporären Leerverkaufsverbote über zwei Wochen auf breiter Front fielen und sich erst nach Aufhebung der Leerverkaufsverbote stabilisierten⁵¹³. Die überwiegend negative Beurteilung der von der SEC verhängten temporären Leerverkaufsverbote ist also nicht allein dem Umstand geschuldet, dass die mit diesen Verboten erstrebten Effekte – Marktstabilisierung, Abmilderung von Kursverlusten, Eindämmung der Marktvolatilität – nicht erreicht wurden. Vielmehr führten die überraschend eingeführten Notmaßnahmen möglicherweise sogar zu einer weiteren Verunsicherung der Marktteilnehmer und zu einer weiteren Destabilisierung der Aktienmärkte.

Nach Abklingen der schweren Marktturbulenzen im Herbst 2008 legte die SEC ihr Augenmerk auf die Erhöhung der Transparenz von Leerverkaufs-Transaktionen sowie auf eine weitere Stärkung der Erfüllungsdisziplin: Mit der den Handelsplätzen auferlegten Pflicht, Leerverkaufsumsätze zu veröffentlichen und der Bekanntmachung von Lieferversagen auf den Websites der FINRA und der SEC, wurden Leerverkäufe transparenter und berechenbarer, ohne dass Marktteilnehmer mit aufwendigen Dokumentationspflichten belastet wurden. Mit der Verschärfung der Erfüllungsvorschriften (204t und Rule 204 Regulation SHO) setzte die SEC ihren bereits 2005 eingeschlagenen Kurs fort, ungedeckte Leerverkäufe nur unter engen Voraussetzungen zuzulassen und Lieferversagen nicht zu dulden. Schließlich feierte Anfang 2010 die nur weniger Jahre zuvor aufgehobene uptick-rule in modifizierter Form und in Verbindung mit einem „circuit breaker“ als „alternative uptick rule“ eine Auferstehung. Die „alternative uptick rule“ ist zwar nicht unumstritten und wird gelegentlich als bestenfalls wirkungslos bezeichnet⁵¹⁴. Da die „alternative uptick rule“ Leerverkäufe nur bei stark fallenden Kursen einem price-test unterwirft, ist sie jedenfalls deutlich weniger marktinvasiv als die 2007 aufgehobene Vorgängerregelung. Sie scheint zudem durchaus

⁵¹² “While the effects of the ban, as well as the previous emergency orders, are still being formally studied, we know, based on the review of the SEC’s Office of Economic Analysis, as well as studies and feedback from both academics and market participants, that the short selling ban created significant disruptions and distortions in markets and across the business activities of a wide spectrum of financial market participants. At the time, undertaking such action required us to balance several important considerations. We had real fears about the downside of such a ban. While extraordinary market conditions and great pressure led us to impose these temporary measures, we sought to carefully balance concerns about potentially abusive short selling against the likelihood of increased volatility, diminished liquidity, and inhibited price discovery. We also know that emergency actions by their very nature can add a further element of uncertainty to an already sensitive market environment and that such uncertainty may actually contribute to market instability.” Casey 2009.

⁵¹³ Battalio et al. 2012, S. 1.

⁵¹⁴ Jain et al. 2012.

geeignet, exzessiven Kursstürzen und so genannten „bear-raids“ entgegenzuwirken, ohne die Preisfindung und Marktliquidität negativ zu beeinflussen⁵¹⁵.

Die US-amerikanische Leerverkaufsregulierung setzt folglich im Wesentlichen auf Transparenz und die Bekämpfung missbräuchlicher ungedeckter Leerverkäufe mittels strenger Erfüllungsvorschriften. Eine moderate Einschränkung von Leerverkäufen erfolgt ansonsten nur mittels der „alternative uptick rule“, die Leerverkäufe bei stark fallenden Kursen unterbindet. Die im Sommer 2008 von der US-Finanzmarktaufsicht SEC vorgenommene komplette Untersagung von Leerverkäufen wird inzwischen recht einmütig als wenig hilfreich beurteilt. Insgesamt hat sich in den USA damit bezüglich der Regulierung von Leerverkäufen ein zurückhaltender, transparenzbasierter Regulierungsansatz herausgebildet.

Im Gesamtsystem des im Sommer 2010 erlassenen, sehr umfangreichen Dodd-Frank-Acts – das Gesetzeswerk enthält umfasst insgesamt 15 Titel mit 541 Gesetzesartikeln – spielen Leerverkäufe eine eher untergeordnete Rolle. Vor allem von der in Section 929X (a) Dodd-Frank-Act vorgesehenen Veröffentlichungspflicht von durch institutionelle Investment-Manager gehaltenen Leerverkaufspositionen kann ein gewisser Zugewinn an Markttransparenz erwartet werden. Allerdings bleibt vor einer abschließenden Bewertung dieser Vorschrift auch hier – so wie bei den anderen Leerverkäufe betreffenden Regulierungsvorgaben des Dodd-Frank-Acts auch – die regulatorische Umsetzung durch die SEC abzuwarten.

⁵¹⁵ Fleischer 2013, S. 27–29.

C. Die Leerverkaufsregulierung in Großbritannien

Leerverkäufe waren an britischen Handelsplätzen in der jüngeren Vergangenheit praktisch unbeschränkt zulässig. Erst die Finanzmarktkrise 2007/2008 führte zu einer verstärkten Regulierung von Leerverkäufen in Großbritannien. Der von dem britischen Gesetzgeber gewählte Regulierungsansatz sah von einschneidenden Maßnahmen – wie etwa einem permanenten Verbot ungedeckter Leerverkäufe oder der Einführung einer Leerverkaufsbeschränkung bei fallenden Kursen („uptick rule“) – ab und konzentrierte sich stattdessen auf die Einführung von Transparenzpflichten für Leerverkäufe.

1. Historische Leerverkaufsregulierungen in Großbritannien

Termingeschäfte, bei denen der Verkäufer die verkauften Wertpapiere nicht sofort bei Abschluss des Verpflichtungsgeschäftes, sondern erst später zu einem frei verhandelbaren Zeitpunkt – dem „settlement date“ – liefern musste, entsprachen im Großbritannien des frühen 18. Jahrhunderts gängiger Marktpraxis⁵¹⁶. Dieser Terminhandel war aufgrund der für Aktiengeschäfte geltenden umständlichen Übertragungsmodalitäten entstanden⁵¹⁷. Durch den in die Zukunft verlegten Erfüllungszeitpunkt sollte dem Aktienverkäufer Zeit verschafft werden, die aufwändige Umschreibung der Aktien in den Unternehmensbüchern auf den Namen des Käufers zu bewerkstelligen⁵¹⁸. Im Laufe der Zeit entwickelte sich aus dieser Notwendigkeit jedoch ein regelrechter Volkssport, auf Grundlage des oft um Monate oder gar Jahre hinausgeschobenen Erfüllungstermins auf Preisschwankungen der gehandelten Aktie zu spekulieren. Die Ursprünge des britischen Leerverkaufswesens liegen folglich in den einst umständlichen Übertragungsregeln des britischen Aktienhandels im frühen 18. Jahrhundert.

Einige Jahre nach Platzen der so genannten Südsee-Blase ging der britische Gesetzgeber erstmals gegen den exzessiv um sich greifenden Terminhandel am Aktienmarkt vor⁵¹⁹. Der im Jahr 1733 vom Parliament of Great Britain erlassene *“Act to prevent the infamous Practice of Stock-jobbing”*, auch bekannt unter dem Titel *“Bernard’s Act”*, definierte ungedeckte Aktien-

⁵¹⁶ Poitras, S. 23.

⁵¹⁷ Im 17. Jahrhundert waren Aktien überwiegend Namensaktien, deren Übertragung eine umständliche Umschreibungsprozedur – persönliches Erscheinen des Verkäufers, Einwilligung der Generalversammlung in den Verkauf – erforderte. Vergleiche: Kulischer 1988 // 19XX, S. 304.

⁵¹⁸ Poitras, S. 23.

⁵¹⁹ Diese Termingeschäfte – meist als Options bezeichnet – entsprachen wirtschaftlich ungedeckten Leerverkäufen, da der Verkäufer der Wertpapiere diese zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht besitzen und teilweise erst Monate später liefern musste. Vergleiche: Poitras, S. 23.

Leerverkäufe als missbräuchlich und erklärte derartige Geschäfte für nichtig⁵²⁰. Für Verstöße gegen das Verbot, ungedeckte Aktienleerverkäufe durchzuführen, sah das Gesetz empfindliche Geldstrafen vor⁵²¹. Das Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe erstreckte der „*Bernard's Act*“ unter Androhung einer Geldbuße von 100 £ auch auf Broker⁵²².

Die Wirksamkeit des „*Bernard's Acts*“ wird heute als eher gering eingeschätzt. Es darf wohl angenommen werden, dass das Gesetz die im Großbritannien des 18. Jahrhunderts äußerst beliebten Börsenspekulationsgeschäfte – das so genannte *stock jobbing* – nicht nennenswert beeinträchtigte⁵²³.

2. Die Leerverkaufsregulierung in und nach der Finanzmarktkrise 2008

Bis zu der dramatischen Zuspitzung der Weltfinanzkrise im Herbst 2008 gab es in Großbritannien keine spezielle Regulierung für Aktienleerverkäufe⁵²⁴. Die wenigen Initiativen der damaligen britische Finanzmarktaufsichtsbehörde *Financial Services Authority (FSA)*⁵²⁵ bezüglich Leerverkäufen setzten auf Freiwilligkeit der betroffenen Marktakteure: So hatte die FSA im Oktober 2002 in einem „Discussion Paper“⁵²⁶ Überlegungen angestellt, Leerverkäufe erhöhten Transparenzpflichten und strengeren Erfüllungsanforderungen zu unterwerfen. Gleichzeitig betonte sie aber, keine verbindlichen Leerverkaufsverbote- oder Beschränkungen erlassen zu wollen⁵²⁷. Im April 2004 gab die FSA dann bekannt, dass der zentrale Wertpapierverwahrer CRESTCO⁵²⁸ künftig monatlich und auf freiwilliger Basis aggregierte Daten über Darlehen in Wertpapieren des Aktienindexes FTSE 350 veröffentlichen werde⁵²⁹. Zudem erklärten die London Stock Exchange und die Virt-X⁵³⁰, ihre

⁵²⁰ Comyn 2010, S. 475–477.

⁵²¹ Comyn 2010, S. 478.

⁵²² Comyn 2010, S. 478.

⁵²³ Poitras, S. 15, 24.

⁵²⁴ Sernc ca. 2009, S. 52.

⁵²⁵ Die *Financial Services Authority (FSA)* war bis zum 1. April 2013 die britische Finanzmarktaufsichtsbehörde. Sie wurde durch den *Financial Services Act 2012* abgeschafft und ihre Aufgaben auf die neu gegründete *Financial Conduct Authority* und auf die *Prudential Regulation Authority* (Bank of England) übertragen. Haill 2013.

⁵²⁶ Financial Services Authority 2002b.

⁵²⁷ Financial Services Authority 2002a, S. 2.

⁵²⁸ CREST war zum damaligen Zeitpunkt der Zentralverwahrer des Vereinigten Königreichs, Irlands, der Isle of Man sowie von Jersey. CREST wurde 2002 von Euroclear übernommen. Das Settlement- System CREST wird von Euroclear weiterhin betrieben.

⁵²⁹ Wertpapierleihen werden allerdings nicht nur zur Durchführung von Leerverkäufen getätigt. Insofern ist die Aussagekraft von Mitteilungen über Wertpapierleihe- Volumina hinsichtlich der am Markt getätigten Leerverkaufsvolumina begrenzt. Dies räumte auch die FSA ein. Vergleiche: Financial Services Authority 2002b, S. 24–25.

Mitglieder künftig verstärkt über Auftreten von Lieferversagen informieren zu wollen. Die London Stock Exchange erwog darüber hinaus eine Verkürzung der Zwangseindeckungsfristen bei besonders illiquiden Wertpapieren, die ein erhöhtes Maß an Lieferversagen aufwiesen. Zudem erklärten sich die London Stock Exchange und die Virt-X bereit, ihre im Rahmen von Zwangseindeckungsverfahren zur Anwendung kommenden Strafvorschriften zu überprüfen⁵³¹. Auf Leerverkaufsbeschränkungen nach US-amerikanischen Vorbild – etwa durch die Einführung einer Uptick-Rule – war aber aus Sorge vor Einbußen bei der Markteffizienz und Finanzmarktattraktivität verzichtet worden⁵³².

a) Einführung von Meldepflicht für Short- Positionen in Wertpapieren von Aktiengesellschaften, die Bezugsrechtsemissionen durchführen (Short Selling Instrument 2008)

Mit Verfügung vom 12. Juni 2008 erließ die FSA auf Grundlage des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000)⁵³³ und in Reaktion auf die sich namentlich am US-Finanzmarkt abzeichnenden Turbulenzen mit Wirkung zum 20. Juni 2008 das so genannte *Short Selling Instrument 2008*⁵³⁴. Durch diese Verfügung wurde das Market Conduct Sourcebook (MAR) novelliert⁵³⁵ und der im FSMA 2000 definierte Begriff des marktmissbräuchlichen Verhaltens mittels Täuschung⁵³⁶ sowie der ebenfalls im FSMA 2000 definierten Begriff des marktmissbräuchlichen Verhaltens mittels „Verfälschung“⁵³⁷ wie folgt erweitert:

Als marktmissbräuchliches Verhalten mittels Täuschung/ Verfälschung definierten die Ziffern 1.9.2A und 1.9.2B MAR das Nichtoffenlegen offlegungspflichtiger Short-Positionen in Unternehmen, die sich im Prozess eines Bezugsrechtsemission befinden. Offenlegungspflichtige Short-Positionen waren solche, die ein ökonomisches Interesse des

⁵³⁰ Die Virt-X war eine von der Swiss Exchange im Jahr 2000 errichtete Aktienhandelsplattform, auf der 32 Schweizer Blue-Chip-Aktien in London gehandelt wurden. Später wurde die Virt-X im Rahmen einer Fusion der SWX Swiss Exchange mit der SIS Group und der Telekurs Group in „SWX Europe Limited“ umbenannt. Im April 2009 wurde der Handel an der SWX Europe beendet und an die SIX Swiss Exchange übertragen. Vergleiche: SWX Swiss Exchange Europe 03.03.2008.

⁵³¹ Financial Services Authority 30.04.2003.

⁵³² Serne ca. 2009, S. 53.

⁵³³ FSMA 2000, section 119, section 149, section 156 und section 157(1).

⁵³⁴ Financial Services Authority 12.06.2008

⁵³⁵ Das *Market Conduct Sourcebook* enthält zentrale von der *Financial Services Authority* erlassene Finanzmarktvorschriften. Das *Short Selling Instrument 2008* fügte die Ziffern 1.9.2A sowie 1.9.2B MAR in das *Market Conduct Sourcebook* ein.

⁵³⁶ FSMA 2000, section 118 (8)(a) - *market abuse / misleading behaviour*.

⁵³⁷ FSMA 2000, section 118 (8)(b) - *market abuse /distortion*.

Inhabers der Short-Position in Höhe von mindestens 0,25% des ausgegebenen Aktienkapitals an dem die Bezugsrechtsemission durchführenden Unternehmen begründen. Im Rahmen von Market-Making- Tätigkeiten eingegangene Short-Positionen wurden bei der Grenzwertbestimmung nicht berücksichtigt. Der Prozess einer Bezugsrechtsemission begann nach Definition des Market Conduct sourcebook (MAR) mit der Mitteilung einer Bezugsrechtsemission durch ein Unternehmen und endete am Tag der Handelszulassung der durch die Bezugsrechtsemission herausgegebenen Aktien an einem regulierten Markt (*prescribed market*).

Der Grund für die Einführung dieser Offenlegungspflicht lag in der besonderen Verwundbarkeit von Aktiengesellschaften während der Ausgabe neuer Aktien⁵³⁸: Bei Bezugsrechtsemissionen werden die neu ausgegebenen Jungaktien den Altaktionären in der Regel deutlich unter dem Marktpreis der Altaktien angeboten, um die Attraktivität der Jungaktien zu erhöhen. Zudem haben Bezugsrechtsemissionen i.d.R. aufgrund des eintretenden Verwässerungseffektes Kursrückgänge zur Folge⁵³⁹. Während der Bezugsrechtsemission aufgebaute Short-Positionen lassen sich daher durch im Rahmen der Bezugsrechtsemission zugeteilte (preiswerte) Jungaktien relativ risikolos erfüllen. Hierdurch wird ein Anreiz gesetzt, im Umfeld von Bezugsrechtsemissionen Altaktien der die Emission durchführenden Aktiengesellschaft massiv leer zu verkaufen und diese Leerverkäufe sodann mit Jungaktien zu erfüllen, was den Kurs der die Bezugsrechtsemission durchführenden Aktiengesellschaft unter Druck bringen kann. Die Ziffern 1.9.2A und 1.9.2B MAR wurden im August 2010 aufgehoben⁵⁴⁰.

b) Verbot von Leerverkäufen in Wertpapieren von UK-Finanztiteln & Offenlegungspflicht für bestehende Short-Positionen in UK- Finanztiteln (Short Selling (No 2) Instrument 2008)

Infolge der im September 2008 weltweit auftretenden massiven Kursstürze und unter dem Eindruck des Zusammenbruchs der Halifax Bank Of Scotland (HBOS) beschloss die FSA die Verhängung eines temporären Verbots für Leerverkäufe in britischen Finanzmarktstiteln sowie eine Offenlegungspflicht für bereits bestehende Netto-Short-Positionen in UK-

⁵³⁸ Financial Services Authority 2009a, S. 11–12.

⁵³⁹ Hajek 2003.

⁵⁴⁰ Vgl. FCA Handbook 2015 (unter Aktivierung des Optionsfeldes „Deleted“).

Finanzmarkttiteln⁵⁴¹. Mittels Verfügung vom 18. September 2008 erließ die FSA auf Grundlage des FSMA 2000⁵⁴², das so genannte Short Selling (No 2) Instrument 2008⁵⁴³. Die Verfügung fügte die Ziffern 1.9.2C – 1.9.2E in das Market Conduct Sourcebook (MAR) ein. Ziel des Short Selling (No 2) Instrument 2008 war es, Leerverkäufe in britischen Finanzmarktaktien temporär komplett zu untersagen und Marktteilnehmer zu einer Offenlegung bestehender Leerverkaufspositionen in diesen Aktientiteln zu zwingen.

(1) Temporäres Leerverkaufsverbot für UK-Finanzmarkttitel (MAR 1.9.2C)

Mit der Vorschrift MAR 1.9.2C qualifizierte die FSA das Eingehen oder das Steigern von Netto-Short-Positionen⁵⁴⁴ in britischen Finanzmarktaktien⁵⁴⁵ als marktmissbräuchliches Verhalten (market abuse). Die Verbotsverfügung betraf 32 Finanz- und Versicherungstitel⁵⁴⁶. Anders als die BaFin in Deutschland untersagte die FSA damit nicht nur ungedeckte Leerverkäufe, sondern jegliche Transaktion – gleich ob gedeckt oder ungedeckt und gleich durch welches Finanzinstrument die Transaktion bewerkstelligt wurde – die zu einer Etablierung oder einer Erhöhung einer Short-Position in den von der Verfügung betroffenen Aktientiteln führen würde⁵⁴⁷. Market Maker waren von dem Anwendungsbereich der Vorschrift ebenso ausgenommen wie Short- Transaktionen, die vor dem 19. September 2008 eingegangen worden waren⁵⁴⁸. Das temporäre Leerverkaufsverbot war gemäß MAR 1.9.2C (4) zeitlich bis zum 16. Januar 2009 begrenzt.

⁵⁴¹ Sernc ca. 2009, S. 54.

⁵⁴² FSMA 2000, section 119, section 121, section 149, section 153(2), section 156 und section 157(1).

⁵⁴³ Financial Services Authority 2008a.

Die Legaldefinition des Terminus „Net-Short- Position“ findet sich in Annex B des Short Selling (No 2) Instrument 2008. Danach ist jede Position, die ein negatives Interesse in einem Unternehmen begründet eine net-short-position: “net short position: a net short position which gives rise to an economic exposure to the issued share capital of a company. Any calculation of whether a person has a short position must take account of any form of economic interest in the shares of the company.”

⁵⁴⁵ Die Legaldefinition des Terminus „UK -Finanzmarkt- Unternehmen“ findet sich in Annex B des Short Selling (No 2) Instrument 2008. Danach sind UK- Finanzmarkt- Unternehmen UK- Banken, UK- Versicherer sowie UK- Muttergesellschaften von UK- Banken- und Versicherern: „UK financial sector company: a company that is a: (a) UK bank; or (b) UK insurer ; or (c) UK incorporated parent undertaking of a company referred to in (a) or (b).“

⁵⁴⁶ Boehmer et al. 2013, S. 5.

⁵⁴⁷ Financial Services Authority 18.09.2008a; Sernc ca. 2009, S. 54.

⁵⁴⁸ Short Selling (No 2) Instrument 2008, Section 1.9.2C (2)(3).

(2) Pflicht zur Offenlegung bestehender Short-Positionen in UK- Finanzmarktstiteln (MAR 1.9.2D)

MAR 1.9.2D (1) definierte das Unterlassen von Offenlegungen offenlegungspflichtiger Short-Positionen in UK- Finanzmarkt-Unternehmen als marktmissbräuchliches Verhalten. Offenlegungspflichtig waren Short-Positionen, die ein ökonomisches Interesse des Inhabers der Short-Position in Höhe von mindestens 0,25% am ausgegebenen Aktienkapital eines UK- Finanzmarkt-Unternehmens begründen⁵⁴⁹. Die Offenlegung offenlegungspflichtiger Short-Positionen musste gemäß MAR 1.9.2D (2) an dem der Entstehung der Short- Position folgenden Handelstages bis spätestens 15:30 Uhr auf elektronischem Weg zu erfolgen. Mitzuteilen waren die Höhe der gehaltenen Netto- Short- Position, der Name des Inhabers der Short-Position sowie der Name des Unternehmens, in dessen Aktien die Short-Position gehalten wurde. Gemäß MAR 1.9.2D (4) war auch die Meldepflicht hinsichtlich gehaltener Netto- Short- Positionen zeitlich bis zum 16. Januar 2009 begrenzt.

c) Short Selling (No 3) Instrument 2008 & Short Selling (No 4) Instrument 2008

Mittels Verfügungen vom 23. September 2008 erließ die FSA *Short Selling (No 3) Instrument 2008*⁵⁵⁰. Am 29. Oktober 2008 folgte das *Short Selling (No 4) Instrument 2008*⁵⁵¹. Während Short Selling (No 3) Instrument 2008 zwei Definitionen im Glossar des FSA Handbook geringfügig aktualisierte, wandelte Short Selling (No 4) Instrument 2008 Ziffer 1.9.2D Market Conduct sourcebook (MAR) geringfügig ab und bestimmte, dass ab dem 31. Oktober 2008 nur noch Veränderungen von meldepflichtigen short positionen mitgeteilt werden mussten. Gleichbleibende Short-Positionen lösten damit ab dem 31. Oktober 2008 nicht mehr die durch Short Selling (No 2) eingeführten Meldepflichten aus.

d) Modifizierung bestehender Transparenzpflichten (Short Selling (No 5) Instrument 2009)

Am 14. Januar 2009 gab die FSA bekannt, das Leerverkaufsverbot für UK- Finanz- und Versicherungstitel planmäßig am 16. Januar 2009 auslaufen zu lassen, die Offenlegungspflichten für Short- Positionen in UK- Finanz- und Verischerungstiteln hingegen in leicht modifizierter Form bis zum 30. Juni 2009 zu verlängern. Die FSA stütze diese

⁵⁴⁹ Financial Services Authority 18.09.2008b, S. Annex B.

⁵⁵⁰ Financial Services Authority 24.09.2008.

⁵⁵¹ Financial Services Authority 29.10.2008.

Entscheidung auch auf die Ergebnisse einer am dem 5. Januar 2009 durchgeführten Marktbefragung⁵⁵², bei der sich eine große Mehrheit der befragten Marktakteure⁵⁵³ gegen eine Verlängerung des temporären Leerverkaufsverbotes und für die Verlängerung der Offenlegungspflichten ausgesprochen hatte⁵⁵⁴. Eine Verlängerung des temporären Leerverkaufsverbotes für UK- Finanz- und Versicherungstitel hielten FSA und Marktakteure aufgrund der inzwischen stabileren Marktlage nicht mehr erforderlich⁵⁵⁵.

Durch *Short Selling (No 5) 2009 Instrument* wurde die durch Short Selling (No 2) Instrument 2008⁵⁵⁶ eingeführte und bereits durch Short Selling (No 4) Instrument 2008 modifizierte Offenlegungspflicht von Leerverkaufspositionen in UK- Finanz- und Versicherungstiteln weiter abgemildert: Zwar blieben Leerverkaufspositionen ab Erreichen einer Schwelle von 0,25% des ausgegebenen Aktienkapitals eines Unternehmens weiterhin meldepflichtig. Mitteilungspflichten bestanden nach der neuen Regelung aber nur bei Veränderungen der Short- Positionen um mindestens 0.1% des ausgegebenen Aktienkapitals des betroffenen Unternehmens. Dies bedeutete für Inhaber von Leerverkaufspositionen insofern eine deutliche Entlastung, als sie nun nicht mehr wie bisher der FSA täglich ihre – ggf. nur minimal veränderten- Short- Positionen mitteilen mussten. Die durch Short Selling (No 5) Instrument 2009 in das Market Conduct sourcebook (MAR) eingefügten Änderungen⁵⁵⁷ wurden im August 2010 aufgehoben⁵⁵⁸.

⁵⁵² Consultation Paper 09-1, Financial Services Authority Januar 2009a; Policy Statement 09/1, Financial Services Authority Januar 2009b.

⁵⁵³ Die folgenden Marktakteure haben sich zu der Anfrage der FSA (Consultation Paper 01/09) geäußert: Association of British Insurers (ABI) / Alternative Investment Management Association (AIMA) / Allen & Overy LLP / Altima Partners / Amlin / Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers (APCIMS) / Ashurst LLP / Aviva Investors / British Bankers' Association / Bernard Footitt / Catlin Group Limited / Cazenove Capital / Citadel / Financial Services Practitioner Panel / Henderson Global Investors / Hedge Fund Standards Board (HFSB) / Hiscox / Investment Management Association (IMA) / Legal & General Investment Management / London Investment Banking Association (LIBA), International Securities Lending Association (ISLA), Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) (joint response) / London International Financial Futures Exchange (LIFFE) / London Stock Exchange (LSE) / Makinson Cowell Limited / Managed Funds Association (MFA) / Peter de Bruyn Kops / Prudential plc and M&G Limited (joint response) / The Association of Corporate Treasurers (ACT) / The Investor Relations Society. Vergleiche: Financial Services Authority Januar 2009b, S. Annex 1.

⁵⁵⁴ Financial Services Authority 14.01.2009; Financial Services Authority Januar 2009b, S. 5–7.

⁵⁵⁵ Financial Services Authority Januar 2009b, S. 6–7; Financial Services Authority Januar 2009a, S. 7–8.

⁵⁵⁶ Short Selling (No 2) Instrument 2008, Section 1.9.2D (1).

⁵⁵⁷ Market Conduct sourcebook (MAR) 1.9.2D.

⁵⁵⁸ Vgl. FCA Handbook 2015 (unter Aktivierung des Optionsfeldes „Deleted“).

e) Short Selling (No 6) Instrument 2009

Im Juni 2009 gab die FSA ihre Absicht bekannt, die bestehenden Meldepflichten für Leerverkäufe in UK Finanz- und Versicherungstiteln auf unbestimmte Zeit fortzuführen. Gleichzeitig ersuchte die FSA die von diesem Ansinnen betroffenen Marktakteure um eine Einschätzung dieses Ansinnens⁵⁵⁹. Nach Auswertung der eingegangenen, überwiegend zustimmenden Stellungnahmen⁵⁶⁰ beschloss die FSA die Fortführung der Meldepflichten auf unbestimmte Zeit. Diese Entscheidung gab die FSA am 25. Juni 2009 mit dem *Short Selling (No 6) Instrument 2009*⁵⁶¹ bekannt. Die Verlängerung der Leerverkaufs- Meldepflichten trat am 30. Juni 2009 in Kraft⁵⁶². Die durch *Short Selling (No 6) Instrument 2009* verlängerten Transparenz- und Meldepflichten für UK Finanz- und Versicherungstitel blieben bis in den August 2010 in Kraft⁵⁶³.

3. Die Leerverkaufsregulierungen nach der Krise: Der Financial Services Act 2010

Am 8. April 2010 verabschiedete das britische Parlament den Financial Services Act 2010. Dem Gesetz lag die Intention zugrunde, die während der globalen Finanzmarktkrise 2008 zutage getretenen Schwächen der britischen Finanzmarktregulierung zu beheben. Der Financial Services Act 2010 ermächtigte die FSA, Leerverkäufe umfassend zu reglementieren. Bis zum Inkrafttreten des Financial Services Act 2010 hatte sich die FSA bei der Einschränkung von Leerverkäufen auf ihre Kompetenz zur Bekämpfung marktmissbräuchlichen Verhaltens stützen müssen – angesichts der auch von der FSA ausdrücklich anerkannten positiven Auswirkungen von Leerverkäufen war diese Stigmatisierung von Leerverkäufen als marktmanipulativ vielfach als unbefriedigend und rechtlich fragwürdig empfunden worden⁵⁶⁴. Zudem sollte der FSA durch den Financial Services Act 2010 die Möglichkeit geschaffen werden, Leerverkäufe dauerhaft und nicht bloß mittels temporärer Notverordnung zu reglementieren.

⁵⁵⁹ Financial Services Authority Juni 2009.

⁵⁶⁰ Zum Consultation Paper 09/15 gingen Stellungnahmen der folgenden Marktakteure ein: Association of British Insurers / Alternative Investment Management Association / Association of Corporate Treasurers / British Bankers Association / The Consulting Consortium / Deutsche Bank / IG Markets Ltd and IG Index plc (joint response) / Ignis Asset Management / Investment Management Association / Legal & General Investment Management / London Investment Banking Association, International Securities Lending Association, Securities Industry and Financial Markets Association, International Swaps and Derivatives Association (joint response) / Prudential plc and M&G (joint response) / Terence Gale. Vergleiche: Financial Services Authority, S. Appendix 1.

⁵⁶¹ Financial Services Authority 25.07.2009.

⁵⁶² Financial Services Authority 25.07.2009.

⁵⁶³ Vgl. FCA Handbook 2015 (unter Aktivierung des Optionsfeldes „Deleted“).

⁵⁶⁴ Herbert Smith LLP 15.07.2010; British Bankers Association 15.06.2009; Tunkel und Butler 2008.

**a) Part 8A Financial Services and Markets Act 2000
(FSMA 2000)**

Mit dem Financial Services Act 2010 wurde zugunsten der britischen Finanzmarktaufsicht FSA erstmals eine eigenständige Rechtsgrundlage speziell für die Einschränkung von Leerverkäufen geschaffen. Ein Rückgriff auf allgemeine Auffangkompetenzen und Notverordnungen sollte künftig nicht mehr erforderlich sein. Die betreffenden Vorschriften wurden unter *Part 8A* in den Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000) eingefügt. Sie traten am 8. Juni 2010 in Kraft⁵⁶⁵. Die neuen Vorschriften ermöglichten es der FSA insbesondere, Leerverkäufe in bestimmten Finanzinstrumenten untersagen⁵⁶⁶, sowie die Offenlegung von mit Leerverkäufen zusammenhängen Informationen anzuordnen⁵⁶⁷.

Soweit dies zur Bewahrung von Stabilität und Vertrauen in den UK- Finanzmarkt erforderlich war, konnte die FSA Leerverkaufsbeschränkungen ausnahmsweise auch ohne vorherige Durchführung eines Anhörungsprozesses⁵⁶⁸ erlassen⁵⁶⁹. Die Wirksamkeit derartiger „emergency rules“ war allerdings auf einen Zeitraum von drei Monaten begrenzt⁵⁷⁰.

Die FSA wurde zu einer umfassenden Erhebung von mit der Durchführung von Leerverkäufen zusammenhängenden Informationen ermächtigt⁵⁷¹. Zudem wurde sie ermächtigt, Personen, die gegen Leerverkaufsvorschriften verstießen oder die von der FSA angeforderte Leerverkaufsinformationen nicht vorlegen, mit beliebig hohen Strafzahlungen zu belegen oder öffentlich zu tadeln⁵⁷². Die vorstehend skizzierte Ermächtigung der FSA war auf alle an Handelsplätzen im Vereinigten Königreich durchgeführten Leerverkäufe anwendbar. Darüber hinaus fand sie auf Leerverkäufe, die außerhalb des Vereinigten

⁵⁶⁵ Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP 27.05.2010.

⁵⁶⁶ FSMA 2000, Part 8A, section 131B (1).

⁵⁶⁷ FSMA 2000, Part 8A, section 131B (2).

⁵⁶⁸ Gemäß FSMA 2000, Part 8A, Section 155 hat die britische Finanzmarktaufsicht ihre Regulierungsvorhaben grundsätzlich vorab zu veröffentlichen und den Marktteilnehmern die Gelegenheit einer Stellungnahme einzuräumen.

⁵⁶⁹ FSMA2000, Part 8A, section 131D (1).

⁵⁷⁰ FSMA 2000, Part 8A, section 131D (2).

⁵⁷¹ FSMA 2000, Part A, section 131 E-F.

⁵⁷² FSMA 2000, Part A, section 131 G. Die Sanktionsmechanismen nach FSMA 2000 Section 131G sind allerdings gemäß FSMA 2000, Part 8A, section 131 H an ein strenges Prozedere (Übermittlung einer Warnmitteilung an den von der Sanktion Betroffenen) verbunden. Zudem haben Betroffene das Recht im Falle einer Sanktionierung ein Tribunal anzurufen. Die britische Marktaufsicht ist zudem gemäß FSMA 2000, Part 8A, section 131J verpflichtet, ihre Politik hinsichtlich der Verhängung und der Höhe von Sanktionen in einem Policy Statement zu veröffentlichen.

Königreichs durchgeführt wurden Anwendung, soweit sich diese Leerverkäufe auf Finanzinstrumente bezogen, die zum Handel im Vereinigten Königreich zugelassen waren⁵⁷³.

Die durch den Financial Services Act 2010 in den Financial Services Act 2000 eingefügten Vorschriften (Sections 131B - 131D Financial Services Act 2000) wurden mit Wirksamkeit der Europäischen Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012 zum 1. November 2012⁵⁷⁴ aufgehoben⁵⁷⁵.

b) Financial Stability and Market Confidence Sourcebook (FINMAR)

Die FSA entschloss sich nach Durchführung eines Anhörungsverfahrens⁵⁷⁶ zur Übertragung der bislang im Code of Market Conduct (MAR1) enthaltenen Leerverkaufsvorschriften in das 2010 neu geschaffene *Financial Stability and Market Confidence Sourcebook* (FINMAR)⁵⁷⁷. Dabei stützt sich die FSA auf die ihr durch Section 131B des Financial Services and Markets Act 2010 neu eingeräumte Befugnis, Leerverkäufe umfassend zu regulieren⁵⁷⁸. Durch die Herausnahme der Leerverkaufsvorschriften aus dem unerwünschte Praktiken wie Insiderhandel und Marktmanipulation definierenden Code of Market Conduct (MAR1) sollte Leerverkäufen der Ruch der Illegalität genommen werden⁵⁷⁹. Die bestehenden Leerverkaufsregelungen – also die Offenlegungspflicht grenzwertüberschreitender netto Short-Positionen in Bezugsrechtsemissionen durchführenden Unternehmen sowie in UK

⁵⁷³ FSMA 2000, Part 8A, section 121b(6).

⁵⁷⁴ Der Aktienleerverkäufe Transparenzanforderungen unterwerfenden Art. 5 Verordnung (EU) 236/2012 sowie der ungedeckte Aktienleerverkäufe untersagende Artikel 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 waren ab dem 1. November 2012 wirksam. Andere Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung galten bereits ab dem 25. März 2012. Vgl. Art. 48 S. 2 Verordnung (EU) 236/2012.

⁵⁷⁵ HM Treasury 01.11.2012

⁵⁷⁶ Financial Services Authority April 2010; Financial Services Authority Juli 2010

⁵⁷⁷ Financial Stability and Market Confidence Sourcebook, Abschnitt 2, Financial Services Authority October 2011.

⁵⁷⁸ Financial Services Authority Juli 2010, S. Seite 9 & Appendix 2, Seite 1.

⁵⁷⁹ Financial Services Authority Juli 2010, S. 6, Ziffer 1.8.

Finanzmarktwerten – wurden weitgehend unverändert⁵⁸⁰ mit Wirkung zum 6. August 2010 in FINMAR2 übertragen⁵⁸¹.

Die Berechnung von Leerverkaufspositionen erfolgte auch nach Übertragung der Leerverkaufsvorschriften in FINMAR2 unverändert: Bei der Berechnung von netto- short-Positionen war jedes ökonomische Interesse an dem Nominalkapital einer Gesellschaft zu berücksichtigen⁵⁸². Somit waren bei der Berechnung von netto-short-Positionen bspw. Positionen in Stamm- und Vorzugsaktien aber auch im Rahmen von Baskets, Indizes oder Exchange Traded Funds (ETF) gehaltene Beteiligungen zu berücksichtigen⁵⁸³. Die Offenlegungspflicht traf gemäß FINMAR 2.4.1 grundsätzlich den Inhaber einer offenlegungspflichtigen netto-short-Position – auch dann, wenn dieser die Verwaltung seiner Investments einem eigenverantwortlich handelnden Investmentmanager übertragen hatte⁵⁸⁴. Allerdings durften Inhaber offenlegungspflichtiger netto-short-Positionen ihren eigenverantwortlich handelnden Investmentmanager mit der Erfüllung der gemäß FINMAR2 bestehenden Offenlegungspflichten beauftragen⁵⁸⁵. In derartigen Fällen lag die Verantwortung für die ordnungsgemäße Meldung offenlegungspflichtiger netto-short-Positionen bei dem beauftragen Investmentmanager. Diesen traf desweiteren die Pflicht, bei der Meldung offenlegungspflichtiger netto-short-Positionen den Inhaber dieser short-Positionen zu benennen⁵⁸⁶.

Die Meldepflicht hinsichtlich offenlegungspflichtiger netto-short-Positionen traf bei zu Konzernstrukturen zusammengeschlossenen Unternehmen regelmäßig jedes einzelne Unternehmen des Konzerns⁵⁸⁷. Soweit – abweichend von dem vorstehend genannten Grundsatz der Selbstmeldung – ein Unternehmen eines Konzernverbundes die Meldung

⁵⁸⁰ Anlässlich der Übertragung der Leerverkaufsvorschriften vom Code of Market Conduct (MAR) in das Financial Stability and Market Confidence Sourcebook (FINMAR) wurde der Anwendungsbereich der Vorschriften, die eine Offenlegung grenzwertüberschreitender netto short positionen in Unternehmen, die Bezugsrechtsemissionen durchführen, eingeschränkt: Anders als die bisher einschlägigen Vorschriften (1.9.2A und 1.9.2B MAR) sah die neue Regelung (FINMAR 2.2.1 & FINMAR 2.2.2) eine Offenlegungspflicht nur noch für UK- Unternehmen vor. Leerverkäufe in Titeln ausländischer Gesellschaften waren allerdings weiterhin offenlegungspflichtig, wenn diese Titel ausschließlich oder überwiegend an einem UK - Handelsplatz i.S.v. section 118 FSMA gehandelt werden.

⁵⁸¹ Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP 27.05.2010; Financial Services Authority Juli 2010, S. 6 & Appendix 2, Seite 1; vgl. auch FINMAR 2.2.1 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸² FINMAR 2.3 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸³ FINMAR 2.3.8 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸⁴ FINMAR 2.4.1 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸⁵ FINMAR 2.4.2 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸⁶ FINMAR 2.4.3 (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸⁷ FINMAR 2.4.8 (Fassung 2010-08-06).

offenlegungspflichtiger netto-short-Positionen für andere Unternehmen des Konzernverbundes übernahm, mussten die Unternehmen, die die offenlegungspflichtigen netto-short-Positionen hielten, eindeutig benannt werden⁵⁸⁸.

Mit Inkrafttreten der europäischen Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012 am 01.11.2012 wurden die vorstehend vorgestellten Leerverkaufsvorschriften des FIMAR2 aufgehoben⁵⁸⁹.

4. Zusammenfassende Betrachtung des in Großbritannien nach der Finanzmarktkrise verfolgten Regulierungsansatzes

Ähnlich wie die US- amerikanische Finanzmarktaufsicht SEC reagierte auch die britische Finanzmarktaufsicht FSA auf die im Spätsommer 2008 an den Aktienmärkten auftretenden Volatilitätsausschläge mittels eilig erlassener, temporär wirksamer Notverordnungen, durch die Aktienleerverkäufe in britischen Finanzmarktstiteln zunächst untersagt und sodann Transparenzpflichten unterworfen wurden. Die FSA stütze sich bei dem Erlass der Notverordnungen auf ihre im Financial Services and Markets Act 2000 niedergelegte Befugnis, marktmissbräuchliches Verhalten zu unterbinden⁵⁹⁰. Angesichts der ausdrücklichen Anerkennung von Leerverkäufen als legitime Handelstechnik durch die FSA war dieses Vorgehen Kritik und rechtlichen Bedenken ausgesetzt.

Anders als die deutsche BaFin untersagte die FSA mit dem Short Selling (No 2) Instrument 2008 nicht lediglich ungedeckte Aktienleerverkäufe, sondern jedweden Aktienleerverkauf in britischen Finanz- und Versicherungstiteln. Auffällig ist die Vielzahl von Notverordnungen, welche die FSA in den Jahren 2008- 2009 allein zum Zweck der Leerverkaufsregulierung erließ: Die regulatorische Betriebsamkeit der FSA gebär innerhalb eines relativ kurzen Zeitabschnittes ein temporäres Totalverbot von Leerverkäufe in britischen Finanz- und Versicherungstiteln, die Einführung eines Transparenz-Regimes für Leerverkäufe in britischen Finanz- und Versicherungstiteln sowie nachfolgend eine Aufweichung und Vereinfachung dieser Transparenzpflichten. Insgesamt erließ die FSA binnen eines dreiviertel Jahres sechs Notverfügungen, bis im August 2010 mit FINMAR2 eine bis zum Inkrafttreten einer europäischen Leerverkaufsverordnung permanente Leerverkaufsregulierung erlassen wurde.

⁵⁸⁸ FINMAR 2.4.9. (Fassung 2010-08-06).

⁵⁸⁹ Sultoon und Holmes 2012.

⁵⁹⁰ Die FSA stützte ihre Notverfügungen auf Section 119, 121, 149, 156, 157(1) des Financial Services and Markets Act 2000. Vgl. etwa Financial Services Authority 2008, S. 1.

Trotz der Vielzahl der während der Finanzmarktkrise 2008-2009 von der FSA erlassenen Notverordnungen kann der britische Regulierungsansatz gleichwohl als eher zurückhaltend charakterisiert werden: Anders als die US-amerikanischen oder die deutschen Finanzmarktaufsichtsbehörden beschränkte sich die FSA – abgesehen von dem durch das *Short Selling (No 2) Instrument 2008* verhängten kurzzeitigen Leerverkaufsverbot für britische Finanz- und Versicherungstitel – auf die Einführung von Transparenzvorschriften für Short-Positionen. Weitergehende Beschränkungen, wie etwa die Einführungen einer Uptick- Rule oder von Circuit Breakern wurden erwogen aber letztlich verworfen. Auch auf ein gesetzliches Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe, wie es bspw. in Deutschland im Jahr 2010 mit dem *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*⁵⁹¹ erlassen wurde, verzichtete der britische Gesetzgeber. Zudem betraf selbst die zurückhaltende Transparenz- Regulierung lediglich britische Finanzmarkttitel sowie Titel von primär an britischen Handelsplätzen gehandelten Aktiengesellschaften, die sich in Bezugsrechtsemissionsprozessen befanden. Der Regulierungsansatz der FSA konzentrierte sich folglich weitgehend auf die Einführung von Transparenzpflichten für besonders manipulationsanfällige Wertpapiere.

Ein weiteres Charakteristikum des britischen Regulierungsansatzes war die enge Abstimmung regulatorischer Maßnahmen mit den von der Regulierung betroffenen Finanzmarktakteuren: Zwar wurden die im Jahr 2008 erlassenen Notverfügungen ohne eine vorherige Anhörung der betroffenen Marktteilnehmer erlassen. Dafür wurden aber allein im Verlauf des Jahres 2009 die von der Regulierung betroffenen Marktakteure mittels dreier „Consultation Paper“ bzw. „Discussion Paper“ über ihre Einschätzung der erlassenen Notverfügungen und hinsichtlich der von der FSA geplanten weiteren regulatorischen Maßnahmen befragt⁵⁹². Im April 2010 veröffentlichte die FSA dann ein viertes Consultation Paper, in welchem sie ihr weiteres regulatorisches Vorgehen gemäß der ihr unter dem Financial Services Act 2010 eingeräumten Befugnisse erläuterte und um eine Beurteilung dieser Maßnahmen durch die Marktteilnehmer bat⁵⁹³. Die Beteiligung an diesen von der FSA initiierten Konsultationsprozessen fiel recht

⁵⁹¹ Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 21.07.2010, BGBl. Teil I Nr. 2010/945.

⁵⁹² Financial Services Authority Januar 2009a & Feedback- Statement Financial Services Authority Januar 2009b; Financial Services Authority 2009a & Feedback Statement Financial Services Authority Oktober 2009; Financial Services Authority Juni 2009 & Feedback Statement Financial Services Authority.

⁵⁹³ Financial Services Authority April 2010 & Feedback- Statement Financial Services Authority Juli 2010.

unterschiedlich aus⁵⁹⁴. Sie eröffnete aber allen betroffenen Marktteilnehmern die Gelegenheit einer gewissen Mitwirkung und sorgte so für eine relativ breite Zustimmung zu den von der FSA vorgeschlagenen Maßnahmen⁵⁹⁵.

⁵⁹⁴ Zu dem Consultation Paper 01/1 gingen 33 Stellungnahmen bei der FSA ein. Zu den Vorschlägen des Discussion Paper 9/01 äußerten sich 54 Marktteilnehmer. Zu dem Consultation Paper 09/15 bezogen 15 Marktteilnehmer Stellung und das Consultation Paper 10/11 kommentierten 26 Marktteilnehmer (12 davon äußerten sich zu Fragen des Short Selling). Unter den Organisationen die sich zu den Regulierungsvorschlägen äußerten waren Anwaltskanzleien (Allen & Overy LLP / Ashurst LLP), Interessenvereinigungen (British Bankers' Association / Association of Private Client Investment Managers and Stockbrokers / Investment Management Association), Börsen (London Stock Exchange / London International Financial Futures Exchange), Investmentgesellschaften (Henderson Global Investors) und Hedgefonds (Citadel).

⁵⁹⁵ Tatsächlich wurden fast alle von der FSA vorgeschlagenen Maßnahmen von einer Mehrheit der sich im Rahmen der Konsultationsprozesse äußernden Marktteilnehmer unterstützt. Die von der FSA vorgeschlagenen oder ergriffenen regulatorischen Maßnahmen wurden dann weitgehend unverändert belassen (Notfallverfügungen) beziehungsweise umgesetzt (FINMAR).

D. Die Leerverkaufsregulierung in Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland existierte bis in die jüngere Vergangenheit keine umfassende kapitalmarktrechtliche Leerverkaufsreglementierung⁵⁹⁶. Sowohl gedeckte, wie auch ungedeckte Aktienleerverkäufe waren daher bis zum Inkrafttreten der während der Finanzmarktkrise 2008 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erlassenen Leerverkaufs-Notverordnungen zulässig⁵⁹⁷. Allerdings waren Aktienleerverkäufe bereits im Jahr 2002 anlässlich der Beratungen zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz⁵⁹⁸ kurzfristig in den Fokus des Gesetzgebers geraten. In der Literatur wurden ungedeckte Leerverkäufe zu dieser Zeit verschiedentlich als „manipulativ“ eingestuft⁵⁹⁹. Eine Beschlussempfehlung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, die BaFin mittels eines neu einzufügenden § 4a WpHG zu ermächtigen, bei Gefahr einer erheblichen Marktstörung Leerverkäufe mit inländischen Aktien für maximal zehn Börsentage zu untersagen, wurde aber letztendlich ebenso wenig umgesetzt, wie die Empfehlung des Finanzausschusses, durch eine Änderung des Börsengesetzes eine Anzeigepflicht für Leerverkaufstransaktionen einzuführen, deren Volumen den Betrag von zwei Millionen Euro pro Handelstag übersteigt⁶⁰⁰. Eine umfassende gesetzliche Regulierung von Leerverkäufen erfolgte in Deutschland erst im Jahr 2010 durch das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*⁶⁰¹.

1. Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 2008 – 2010

Mit den Kursturbulenzen des Herbstes 2008 und den in diesem Zusammenhang in anderen Jurisdiktionen – namentlich den USA – erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen rückten Leerverkäufe auch in den Fokus der europäischen Aufsichtsbehörden. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reagierte zunächst, ähnlich wie die US- amerikanische SEC und die britische FSA, mit Leerverkaufsverböten in Form von Notverfügungen auf die massiven Kursverluste der Finanzmarktkrise. Später wurden Aktienleerverkäufe, aber auch Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU und in Credit Default Swaps, durch

⁵⁹⁶ Trüg.

⁵⁹⁷ Arlt 2004, S. 95,337; Fleischer 2009, S. Rdn.69; Schröder 2007, S. Kap.3, Rdn.499; Zimmer und Beisen 2010, S. 487; Mittermeier 2010, S. 142; Heinz und Park 2008, S. Rdn. 140.

⁵⁹⁸ Deutscher Bundestag 01.07.2002.

⁵⁹⁹ Heinz und Park 2008, S. 330 (Rdn. 140) m.w.N..

⁶⁰⁰ Finanzausschuss des Bundestages (14 Wahlperiode) 2002, S. 2, 7; Heinz und Park 2008, S. Rdn. 140.

⁶⁰¹ Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (WpMiVoG) vom 21.07.2010 BGBl. I S. 945 (Nr. 38).

das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Devisengeschäfte* (WpMiVoG)⁶⁰² umfassend gesetzlich reguliert.

**a) Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008
& ergänzende Verfügungen: Verbot ungedeckter
Leerverkäufe in Finanzmarkttiteln**

In Reaktion auf die im September 2008 weltweit aufgetretenen Kursstürze⁶⁰³ untersagte die BaFin mit Allgemeinverfügung vom 19. September 2008 ungedeckte Aktienleerverkäufe in elf deutschen Finanz- und Versicherungstiteln⁶⁰⁴.

Von der Verbotsverfügung waren nur Short-Positionen erfasst, bei denen der Verkäufer:

- zum Zeitpunkt der Transaktion nicht Eigentümer entsprechender Aktien war oder
- hinsichtlich derer der Verkäufer zum Zeitpunkt der Transaktion keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung von Aktien gleicher Gattung hatte oder
- bei denen der Verkäufer zum Zeitpunkt der Transaktion keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch hatte, der zu einer Übereignung von Aktien gleicher Gattung führte.

Short- Transaktionen, für die sich der Leerverkäufer die leer zu verkaufenden Aktien vorab – bspw. mittels einer Wertpapierdarlehens – beschafft hatte (gedeckte Leerverkäufe), waren von der Verbotsverfügung nicht betroffen. Auch Aufgabengeschäfte von Skontroführern waren von dem Leerverkaufsverbot ausgenommen. Ebenso unterfielen im Rahmen der Liquiditätssicherung handelnde Market Maker und Designated Sponsors nicht der Allgemeinverfügung vom 18. September⁶⁰⁵. Auch Short-Transaktionen, die zur Absicherung

⁶⁰² Siehe vorstehende Fußnote Nr. 600.

⁶⁰³ Stärkster Kurssturz seit dem 11. September 2001 2008

⁶⁰⁴ Die Leerverkaufsverfügung betraf die folgenden Titel: Aareal Bank AG, Allianz SE, AMB Generali Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Böese AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, Hypo Real Estate Holding, MLP AG, Münchener Rückversicherungsgesellschaft AG. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 19.09.2008.

⁶⁰⁵ *Designated Sponsors* sind Börsenmakler, die im elektronischen Handelssystem der Deutsche Börse AG für den Kassamarkt (XETRA) für die Gewährleistung der notwendigen Liquidität zuständig sind. Bei *Designated Sponsors* handelt es sich um Market-Maker, die durch das kontinuierliche Stellen von Geld- und Briefkursen Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage in illiquiden Wertpapieren ausgleichen.

bestehender Positionen dienten, waren von dem Leerverkaufsverbot ausgenommen. Rechtsgrundlage der zunächst bis zum 31.12.2008 befristeten Leerverkaufsverfügung war die Eingriffsbefugnis des § 4 Abs. 1 S. 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), die die BaFin ermächtigt, den Handel mit einzelnen oder mehreren Finanzinstrumenten vorübergehend zu untersagen oder auszusetzen, um den Wertpapierhandel oder die Stabilität des Finanzmarktes beeinträchtigende Missständen entgegenzuwirken. Die BaFin begründete ihr Handeln mit den zum Zeitpunkt der Verfügung weltweit herrschenden volatilen Zuständen an den Finanzmärkten und insbesondere mit dem Zusammenbruch mehrerer international bedeutender Banken. Sie wies gleichzeitig auf den Erlass ähnlicher Leerverkaufsbeschränkungen in den USA und in Großbritannien hin. Aufgrund der internationalen Verflechtung der Finanzmärkte sei zu erwarten, dass sich ohne die Verbotsverfügung erhebliche negative Auswirkungen auf die Durchführung des ordnungsgemäßen Handels an hiesigen Märkten ergäben, welche die Stabilität des Finanzsystems gefährden könnten und somit zu erheblichen Nachteilen für den Finanzmarkt führen würden⁶⁰⁶.

Mittels Allgemeinverfügung vom 21. September 2008 nahm die BaFin Festpreisgeschäfte vom Anwendungsbereich der Verbotsverfügung vom 19. September 2008 aus⁶⁰⁷. Die BaFin begründete diese Maßnahme mit dem Bedürfnis, legitime Geschäftspraktiken zuzulassen und verwies auf vergleichbare Regelungen in anderen Jurisdiktionen, namentlich in den USA und dem Vereinigten Königreich. Die BaFin stützte auch die Allgemeinverfügung 21. September 2008 auf § 4 Abs. 1 WpHG.

Am 17. Dezember 2008 verlängerte die BaFin die Allgemeinverfügungen vom 19. und 21. September bis zum 31. März 2009⁶⁰⁸. Die BaFin begründete die Verlängerung der Verbotsverfügung mit dem Fortbestehen der die Ausgangsverfügungen rechtfertigenden, die Stabilität des Finanzsystems destabilisierenden Situation an den internationalen Wertpapiermärkten. Insbesondere die fortbestehende erhöhte Kursvolatilität bei Finanzmarkttiteln und die nach Auffassung der BaFin bestehende Gefahr einer Verschärfung von Liquiditätsengpässen bei den betroffenen Finanzmarktunternehmen wurden in der Begründung der Allgemeinverfügung hervorgehoben. Erstmals stellte die BaFin im Rahmen der Begründung der Allgemeinverfügung auch auf die Eignung von Leerverkäufen zu

⁶⁰⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 19.09.2008

⁶⁰⁷ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2008.

⁶⁰⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 17.12.2008.

Zwecken der Marktmanipulation ab⁶⁰⁹, ohne allerdings näher zu konkretisieren, ob ihr Anhaltspunkte für einen missbräuchlichen Einsatz von Aktienleerverkäufen zu marktmanipulativen Zwecken vorlägen.

Durch Allgemeinverfügung vom 29. Mai 2009 verlängerte die BaFin die Allgemeinverfügungen vom 19. und 21. September 2008 erneut bis zum 31. Januar 2010⁶¹⁰. Die Begründung dieser zweiten Verlängerung entsprach weitgehend jener der vorangehenden Verlängerungsverfügung vom 17. Dezember 2008.

(1) Kritik an der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008

Namentlich die erste Allgemeinverfügung vom 19. September 2008, mit der die BaFin ungedeckte Leerverkäufe in elf Finanzmarkttiteln untersagte, erfuhr durch die Wissenschaft teilweise heftige Kritik. Moniert wurde zum einen die Heranziehung von § 4 Abs. 1 WpHG als Rechtsgrundlage der Verfügung. Zudem wurde bezweifelt, dass es sich bei der Allgemeinverfügung tatsächlich um einen Verwaltungsakt und nicht um eine von § 4 Abs. 1 WpHG nicht gedeckte Verordnung handelte.

(a) Kritik an der für die Allgemeinverfügungen vom 19. September 2008 herangezogenen Rechtsgrundlage

Im Mittelpunkt der Kritik standen die von der BaFin gewählte Rechtsgrundlage der Allgemeinverfügung (§ 4 Abs. 1 WpHG) sowie deren wenig trennscharfe inhaltliche Ausarbeitung⁶¹¹. Hinsichtlich der Heranziehung des § 4 Abs. 1 WpHG als Eingriffsgrundlage wurde kritisiert, dass die Norm nicht ausreichend deutlich zwischen Aufgabenbeschreibung und Eingriffsbefugnis differenziere; Eine solche Unterscheidbarkeit sei aber ein fundamentaler Grundsatz des gesamten Ordnungsrechts und zudem durch das

⁶⁰⁹ Das Verbot dient des Weiteren der Verhinderung von Marktmanipulationen durch die in Nr. 1 der Verfügung vom 19. September 2008 genannten Transaktionen. Ein Missstand wäre insbesondere dann gegeben, wenn die genannten Transaktionen zu Zwecken der Marktmanipulation eingesetzt werden, z.B. indem unter Verwendung von Medien Gerüchte gestreut werden, nachdem zuvor eine entsprechende Transaktion eingegangen wurde und der damit bestehende Interessenskonflikt nicht offengelegt wurde (§ 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.V.m. § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV).

⁶¹⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 29.05.2009.

⁶¹¹ Siekmann 2008, S. 19–20; Kritisch zur Allgemeinverfügung der BaFin vom 18. Mai 2010 (Verbot ungedeckter Leerverkäufe in ausgewählten Finanzmarkttiteln) auch Walla. Diese Kritik lässt sich auch auf die inhaltsähnliche Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008 sinngemäß übertragen Walla, Fabian.

Rechtsstaatsprinzip verfassungsrechtlich untermauert⁶¹². Auch wurde moniert, dass § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG aufgrund mangelnder Bestimmtheit nicht Grundlage einer aufsichtsrechtlichen Verbotsverfügung sein könne: Der zentrale Begriff des „Missstandes“ sei gesetzlich nicht definiert und willkürlichen Auslegungen zugänglich. Was als „Missstand“ im Sinne der Norm zu verstehen sei, obliege letztlich dem Belieben des Rechtsanwenders. Die hierdurch begründete subjektive Färbung einer auf dieser Eingriffsermächtigung beruhenden Verfügung begründet eine unzureichende Vorhersehbarkeit und Berechenbarkeit staatlichen Handelns⁶¹³.

Der vorstehend skizzierten Auffassung kann entgegengehalten werden, dass Wirtschaftsaufsichtsgesetze wie das WpHG aufgrund der sich schnell und vielfältig wandelnden Regelungsmaterie ohne unbestimmte Rechtsbegriffe wie den des „Missstandes“ nicht auskommen können. Ohne eine Möglichkeit der Marktaufsichtsbehörde, neu auftretende Sachverhalte unter Rückgriff auf unbestimmte Rechtsbegriffe enthaltene Rechtsgrundlagen zu bewältigen, wären der Marktaufsicht bis zu einer – häufig zu spät kommenden – Anpassung der Rechtslage durch den Gesetzgeber die Hände gebunden. Eine effektive Marktaufsicht wäre so nicht möglich⁶¹⁴. Aufgrund der zwischenzeitlich erfolgten Einfügung des § 4a WpHG ist der vorstehend skizzierte Streit allerdings ohnehin nur noch von rechtshistorischem Interesse⁶¹⁵. Die Einschränkung von Leerverkäufen erfolgt zudem inzwischen nicht mehr nach Maßgabe des WpHG, sondern nach den insoweit einschlägigen Vorschriften der ab dem 1. November 2012 wirksamen⁶¹⁶ europäischen Leerverkaufsverordnung⁶¹⁷.

(b) Kritik an Inhalt und Begründung der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008

Kritik erntete aber nicht allein die Auswahl der für die Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008 herangezogenen Rechtsgrundlage, sondern auch der Inhalt der Allgemeinverfügung selbst: Die BaFin ist nicht befugt, auf Grundlage § 4 Abs. 1 WpHG Gesetze im formellen Sinn zu erlassen. Materielle Rechtsakte (Rechtsverordnungen) darf sie

⁶¹² Siekmann 2008, S. 19.

⁶¹³ Siekmann 2008, S. 19; ebenfalls skeptisch und mit dem Vorschlag als „Missstand“ im Sinne von § 4 Abs. 1 WpHG nur solche Verhaltensweisen zu definieren, die den in den Abschnitten 2-13 des WpHG normierten Zielen zuwiderlaufen auch: Zimmer und Beisen 2010, S. 490.

⁶¹⁴ So auch *Döhmel* in: Assmann und Schneider 2012, § 4, Rdn. 15.

⁶¹⁵ So auch *Döhmel* in: Assmann und Schneider 2012, § 4, Rdn. 18.

⁶¹⁶ Der Aktienleerverkäufe Transparenzanforderungen unterwerfenden Art. 5 Verordnung (EU) 236/2012 sowie der ungedeckte Aktienleerverkäufe untersagende Artikel 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 waren ab dem 1. November 2012 wirksam. Andere Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung galten bereits ab dem 25. März 2012. Vgl. Art. 48 S. 2 Verordnung (EU) 236/2012.

⁶¹⁷ Verordnung (EU) 236/2012, siehe hierzu nachfolgend Ziffer III.

nur insoweit erlassen, als sie vom Bundesministerium der Finanzen hierzu durch Rechtsverordnung gemäß Art. 80 Abs. 1 S. 3 GG ausdrücklich ermächtigt wurde⁶¹⁸.

Die BaFin hat – in Ermangelung einer entsprechenden Verordnungsermächtigung – das Leerverkaufsverbot von 19. September 2008 und die nachfolgenden Leerverkaufsregulierungen in Form von Allgemeinverfügungen im Sinne von § 35 S. 2 VwVfG erlassen. Allerdings hängt die Beurteilung eines Rechtsaktes als Allgemeinverfügung oder als Rechtsnorm nicht von dessen Bezeichnung ab. Entscheidend sind vielmehr inhaltliche Kriterien⁶¹⁹. Allgemeinverfügungen sind – im Gegensatz zu *abstrakt-generellen* Rechtsnormen – *konkret-genereller* Natur⁶²⁰. Es erscheint zumindest zweifelhaft, ob das von der BaFin am 19. September 2008 als „Allgemeinverfügung“ erlassene Leerverkaufsverbot tatsächlich *konkret-genereller* Natur war. Möglicherweise lag auch eine (unzulässige) *abstrakt-generelle* Regelung vor. Bei der Prüfung der Rechtsfrage, ob die Leerverkaufsverfügung der BaFin vom 19. September 2008 *abstrakt-genereller* oder *konkret-genereller* Natur war, ist Folgendes zu berücksichtigen

1. Im Allgemeinen weist eine räumlich nicht beschränkte Wirksamkeit eines Rechtsaktes auf das Vorliegen einer Rechtsnorm hin⁶²¹. Auch der zeitlichen Geltung eines Rechtsaktes kommt eine indizielle Bedeutung zu: Je länger ein Rechtsakt gilt, desto eher liegt eine Rechtsnorm vor⁶²². Das von der BaFin am 19. September 2008 erlassene Leerverkaufsverbot galt deutschlandweit und war damit örtlich unbeschränkt. Das Leerverkaufsverbot war zwar zunächst bis zum 31.12.2008 begrenzt, wurde aber nachfolgend wiederholt bis zum 31.01.2010 verlängert. Damit blieb die Verfügung insgesamt ca. 14 Monate wirksam. In Literatur und Rechtsprechung wurden schon deutlich kürzere Wirksamkeitszeiträume als Indiz für das Vorliegen einer Rechtsnorm gewertet⁶²³. Unter dem Gesichtspunkt der örtlich-zeitlichen Geltungsdauer ist es folglich naheliegend, das von der BaFin am 19. September 2008 erlassene Verbot ungedeckter Leerverkäufe nicht als Verwaltungsakt

⁶¹⁸ Walla, Fabian, S. 854–855.

⁶¹⁹ Knaack und Hennecke 2014, § 35, Rdn 40; BVerFE 7, 54; BVerwGE 12, 89.

⁶²⁰ Näher zu der zuweilen schwierigen Abgrenzung zwischen Verordnung und Allgemeinverfügung: Knaack und Hennecke 2014, §§ 35 Rdn. 95–204.

⁶²¹ Vgl. etwa Walla, Fabian, S. 856; Stelkens in Stelkens et al. 2014, § 35 Rdn. 283, 304.

⁶²² Walla, Fabian, S. 856; Stelkens in: Stelkens et al. 2014, § 35, Rdn. 285.

⁶²³ Stelkens et al. 2014, S. 867; vgl. ferner VGH Mannheim NVwZ 2003.

(Allgemeinverfügung), sondern als eine ohne hinreichende Rechtsgrundlage erlassene abstrakt-generelle Rechtsnorm zu qualifizieren.

2. Das zweite wesentliche Abgrenzungskriterium zwischen abstrakt-genereller Rechtsnorm und Allgemeinverfügung ist die Bestimmbarkeit des Adressatenkreises: Während sich die Rechtsnorm an einen allgemeinen Adressatenkreis richtet, muss der Adressatenkreis einer Allgemeinverfügung gemäß § 35 S.2 VwVfG bestimmt oder jedenfalls bestimmbar sein⁶²⁴. Das von der BaFin am 18. September 2008 erlassene Leerverkaufsverbot richtet sich – so wie auch die nachfolgend erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen – an alle Kapitalmarktteilnehmer. Aufgrund der Heterogenität dieses Adressatenkreises liegt es nahe, das Leerverkaufsverbot der BaFin vom 19. September 2008 auch unter dem Gesichtspunkt des Adressatenkreises eher als Rechtsnorm, denn als Allgemeinverfügung zu qualifizieren.
3. Entscheidende Bedeutung kommt letztlich der Frage zu, ob der regulierte Lebenssachverhalt generell oder konkret ist: Soweit eine Behörde ein konkretes Ereignis zum Anlass nimmt, einem näher umschriebenen Personenkreis ein andauerndes Tun oder Unterlassen aufzuerlegen, so kann dies nach der so genannten Endiviensalat-Rechtsprechung des BVerwG für das Vorliegen einer an einen konkreten Lebenssachverhalt anknüpfenden Regelung sprechen. Derartige Fälle dürfen folglich mittels Allgemeinverfügung reglementiert werden⁶²⁵. Für das Vorliegen einer konkreten Regelung spricht im vorliegenden Fall der Umstand, dass das Leerverkaufsverbot der BaFin an die im September 2008 aufgetretenen extremen Kursstürze in Finanzmarktaktien anknüpfte. Zudem wurden durch das Leerverkaufsverbot nur Aktienleerverkäufe in wenigen, konkret benannten Aktientiteln untersagt. Schließlich wurde auch nur eine konkrete Modalität des Leerverkaufs – der ungedeckte Leerverkauf – untersagt. Die wohl besseren Gründe sprechen daher wohl dafür, das von der BaFin am 19. September 2008 erlassene Leerverkaufsverbot noch als eine von der Ermächtigungsgrundlage des § 4 Abs.1 WpHG gedeckte Allgemeinverfügung zu werten – wenngleich diese Einordnung nicht zwingend ist⁶²⁶.

⁶²⁴ Stelkens in: Stelkens et al. 2014, § 35 Rdn. 282; Hennecke in: Knaack und Hennecke 2014, § 35 Rdn. 204; Ziekow 2012, § 35 Rdn. 60.

⁶²⁵ Vgl. BVerwGE 12, 87, 89 = NJW 1961, 2078.

⁶²⁶ So im Ergebnis auch Walla: Walla, Fabian, S. 856.

Kritik verdient die von der BaFin vorgenommene, wenig präzise Begründung der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008 (§ 39 Abs. 1 VwVfG). So hat die BaFin bei Erlass der Verbotsverfügung das Vorliegen der vagen Eingriffsvoraussetzung eines „Missstandes“ nicht hinreichend dargelegt. Das von der BaFin als Regelungsziel benannte Bestreben, mittels der Allgemeinverfügung einem „Einwirken auf die Marktpreise von Aktien bestimmter Kreditinstitute, Börsenbetreiber, Versicherungsunternehmen und weiteren Unternehmen der Finanzbranche“ entgegenwirken zu wollen, ist schon deshalb zweifelhaft, als ein solches Einwirken die regelmäßige Folge eines jeden Aktiengeschäfts ist. Eine aus einem Einwirken auf die Marktpreise resultierende Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems hat die BaFin in der Verfügungsbegründung nicht dargelegt⁶²⁷.

Auch die Verhältnismäßigkeit (Geeignetheit, Erforderlichkeit, Angemessenheit) der Allgemeinverfügung vom 19. September 2008 wurde bezweifelt: Die Erforderlichkeit und der Angemessenheit der Verfügung waren bereits mangels ausreichender Zielbestimmung der Verfügung fraglich. Zudem wurde das Vorliegen der erforderlichen Eingriffsvoraussetzungen mehr behauptet als begründet und schlussendlich war auch die Auswahl der Aktien, für die das Verbot galt, nicht nachvollziehbar begründet⁶²⁸.

Da sich inzwischen – aufgrund der europarechtlichen Regulierung von Aktienleerverkäufen⁶²⁹ – ein Rückgriff auf § 4 Abs. 1 WpHG zur temporären Einschränkung von Leerverkäufen ohnehin verbietet, kommt der vorstehend skizzierten Problematik inzwischen allerdings nur noch rechtshistorische Relevanz zu. Die Befugnisse der jeweils zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden⁶³⁰ und der europäischen Marktaufsicht ESMA richten sich hinsichtlich der Einschränkung von Leerverkäufen inzwischen ausschließlich nach Kapitel V (Artikel 18-31) der Verordnung (EU) Nr. 236/2012⁶³¹. Allerdings eröffnen auch die Eingriffsbefugnisse der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 den zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden und der

⁶²⁷ Ausführlich und unter Berücksichtigung des durch Leerverkäufe möglicherweise verstärkten Herdentriebs aus bestimmten Aktientiteln Siekmann 2008, S. 20.

⁶²⁸ Siekmann 2008, S. 20.

⁶²⁹ Vgl. Art. 18-26 Verordnung (EU) 236/2012.

⁶³⁰ in Deutschland ist gemäß § 30h Abs. 1 WpHG die BaFin grundsätzlich „zuständige Behörde“ im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012. Beschränkungen von Leerverkäufen in Finanzinstrumenten bei einem signifikanten Kursverfall nach Art 23 Verordnung (EU) 236/2012 können allerdings nur von der Geschäftsführung der jeweiligen Börse gem. § 30h WpHG Abs. 1 S. 2 i.V.m §§ 15 Abs. 5a, 25 Abs. 3 BörsG vorgenommen werden (vgl. Begr RegE EU-Leerverkaufs- Ausführungsgesetz, BT-Drucks.17/9665, S.8); Hirte und Möllers 2014, §§ 30h Rdn. 33–34

⁶³¹ Hirte und Möllers 2014, § 4, Rdn. 20; Hirte und Möllers 2014, §§ 4a, Rdn. 4–7. Vgl. auch: Baur und Just 2015, § 30h, Rdn. 98.

ESMA über die Verwendung unbestimmter Rechtsbegriffe einen weiten Ermessensrahmen, so dass auch künftige Verbotsverfügungen an Begründungsmängeln leiden können.⁶³²

**b) Allgemeinverfügung der BaFin vom 4. März 2010:
Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-
Leerverkaufspositionen**

Mittels Allgemeinverfügung vom 4. März 2010 führte die BaFin Meldepflichten für Netto-Leerverkaufs-Positionen⁶³³ in zehn deutschen Finanz- und Versicherungstiteln⁶³⁴ ein, die 0,2% beziehungsweise 0,5% der ausgegebenen Aktien der betreffenden Unternehmen überstiegen⁶³⁵. Die auf § 4 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) gestützte Verfügung trat am 25. März 2010 in Kraft. Sie war zunächst bis zum 31. Januar 2011 befristet, wurde aber später bis zum 26. März 2012 verlängert⁶³⁶.

Netto- Leerverkaufspositionen, die 0,2% der ausgegebenen Aktien eines von der Allgemeinverfügung betroffenen Unternehmens erreichten, überschritten oder unterschritten, waren bis zum Ablauf des nächsten Handelstages⁶³⁷ der BaFin zu melden. Soweit Netto-Leerverkaufspositionen in den von der Allgemeinverfügung betroffenen Unternehmen 0,5% der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens erreichten, überschritten oder unterschritten, waren diese Netto- Leerverkaufspositionen auf der BaFin- Website in anonymisierter Form zu veröffentlichen⁶³⁸. Zudem war ab Erreichen der vorstehend genannten Meldeschwellen jede Änderung von Netto-Leerverkaufspositionen um 0,1% melde- bzw.

⁶³² Sichtbar wird das den Aufsichtsbehörden eingeräumte weite Eingriffsermessen bspw. an Art. 20 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012: „Vorbehaltlich des Artikels 22 kann eine zuständige Behörde eines Mitgliedstaats eine oder mehrere der in Absatz 2 des vorliegenden Artikels genannte Maßnahme ergreifen, wenn:

a) ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen eingetreten sind, die eine ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen in dem betreffenden Mitgliedstaat oder in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten darstellen, und

b) die Maßnahme erforderlich ist, um der Bedrohung zu begegnen, und die Effizienz der Finanzmärkte im Vergleich zum Nutzen der Maßnahme nicht unverhältnismäßig beeinträchtigt wird.“

⁶³³ Eine Netto – Leerverkaufsposition liegt nach Ziffer 1, Satz 2 der Allgemeinverfügung vom 4. März 2010 vor wenn „wenn eine Saldierung aller durch ihren jeweiligen Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Gesamtinteresse an den ausgegebenen Aktien des Unternehmens einer Leerverkaufsposition in Aktien entspricht.“

⁶³⁴ Aaral Bank AG, Allianz SE, Generali Deutschland Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, MLP AG, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft.

⁶³⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

⁶³⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 31.01.2011.

⁶³⁷ Untertägige Über- oder Unterschreitungen der Meldeschwellen waren nicht meldepflichtig – maßgeblich waren allein die am Ende eines Handelstages bestehenden Netto- Leerverkaufspositionen. Vergleiche: Tyrolt und Bingel, S. 1421.

⁶³⁸ Die Veröffentlichung der Leerverkaufspositionen erfolgte zwar auf der Website der BaFin. Gleichwohl handelte die BaFin bei etwaig erfolgenden Veröffentlichungen von Netto- Leerverkaufspositionen lediglich als Veröffentlichungsmedium (vergleiche: Allgemeinverfügung der BaFin vom 4. März 2010, Ziffer 2).

veröffentlichungspflichtig. Market Maker waren von den vorstehend beschriebenen Meldepflichten ausgenommen, soweit sie in ihrer Eigenschaft als Liquiditätsprovider agierten.

Die BaFin begründete den Erlass der Verfügung mit einer an den Finanzmärkten eingetretenen Entspannung, die Leerverkaufsverbote nicht mehr erfordere. Gleichwohl bestünde noch immer die Gefahr einer erneuten Verschlechterung der Lage, in der durch massive Leerverkäufe von Aktien systemrelevanter Unternehmen exzessive Preisbewegungen am Markt ausgelöst werden könnten. Die Einführung von Leerverkaufsmeldepflichten für gefährdete Finanzmarkttitel ermögliche der BaFin ein frühzeitiges und effektives Einschreiten gegen Missstände. Die Höhe der gewählten Meldeschwellen orientierte sich an den Vorschlägen des Committee of European Securities Regulators (CESR)⁶³⁹, an deren Ausarbeitung die BaFin maßgeblich beteiligt gewesen war⁶⁴⁰.

c) Allgemeinverfügung der BaFin vom 18. Mai 2010: Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien

Mittels Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010 untersagte die BaFin erneut ungedeckte Leerverkäufe in zehn deutschen Finanz- und Versicherungstiteln⁶⁴¹. Das Verbot umfasste sowohl an inländischen, wie auch an ausländischen Märkten vorgenommene Short-Transaktionen. Von der Allgemeinverfügung betroffen waren an regulierten Märkten durchgeführte Leerverkäufe aber auch außerbörsliche over-the-counter (OTC) Geschäfte. Short-Transaktionen in Futures, Swaps, Optionen und von Finanzinstrumenten, die sich auf Indizes oder Baskets bezogen, waren von dem Leerverkaufsverbot dagegen nicht erfasst⁶⁴². Ausgenommen von dem Verbot waren ferner Leerverkäufe von Market Makern, soweit diese in ihrer Eigenschaft als Liquiditiprovder handelten, sowie Festpreisgeschäfte und Leerverkäufe, die zur Absicherung bereits bestehender Positionen dienten. Weitere Ausnahmen konnten auf schriftlichen Antrag zugelassen werden. Die Allgemeinverfügung war befristet bis zum Ablauf des 31. März 2011. Wie schon die vorausgehenden Allgemeinverfügungen, stütze die BaFin auch diese Verfügung auf § 4 Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

⁶³⁹ Committee of European Securities Regulators 2010a.

⁶⁴⁰ Tyrolt und Bingel, S. 1420, 1421.

⁶⁴¹ Von der Verbotsverfügung waren die folgenden Aktientitel betroffen: Aaral Bank AG, Allianz SE, Generali Deutschland Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, MLP AG, Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft.. Vergleiche: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 18.05.2010b.

⁶⁴² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2010.

In der Begründung der Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010 wies die BaFin auf die in den der Verfügung vorangehenden Wochen an den Finanzmärkten massiv gestiegenen Unsicherheiten hin. Zur Erläuterung dieser Sichtweise wurden „beispiellose Stützungsaktion“ nationaler und europäischer Institutionen genannt. Vor dem Hintergrund starker Kursverluste bei Staatsanleihen verschiedener Staaten der Eurozone und eines erheblichen Anstiegs der Werte diesbezüglicher CDS-Spreads bestünden Unsicherheiten über die zukünftige Zahlungsfähigkeit einzelner Länder der Eurozone, die auch auf die Aktienmärkte übergreifen könnten. Aufgrund dieser Gesamtsituation seien weiterhin deutliche Steigerungen der Volatilitäten und Kursverluste am Finanzmarkt zu befürchten. In dieser Lage könnten massive Leerverkäufe auf die Kurse der von der Verbotsverfügung betroffenen Unternehmen einwirken und, auch aufgrund der gesamtwirtschaftlichen Bedeutung dieser Unternehmen, exzessive Preisbewegungen an den Aktienmärkten auslösen. Dies könne die Stabilität des Finanzsystems zusätzlich gefährden und somit weitere erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt nach sich ziehen. Die Verbotsverfügung sei erforderlich, um der Gefahr dieser Missstände entgegenzuwirken. Sie diene zudem der Verhinderung von Marktmanipulationen durch Leerverkäufe⁶⁴³.

Die BaFin hatte das temporäre Leerverkaufsverbot vom 18. Mai 2010 ohne Abstimmung mit anderen europäischen Marktaufsichtsbehörden im Alleingang beschlossen. Einzig die österreichische und die belgische Finanzmarktaufsichtsbehörde erwogen ähnliche Schritte⁶⁴⁴. Infolge des überraschenden Leerverkaufsverbotes und der dadurch ausgelösten Zweifel an der Stabilität der europäischen Aktien- und Anleihemärkte gaben die Aktienkurse in Frankfurt, London und New York deutlich nach⁶⁴⁵. Deutliche Kritik an der Verbotsverfügung äußerten die französische Regierung, die britische Finanzmarktaufsicht FSA, die EU-Kommission die Deutsche Börse sowie zahlreiche Finanzmarktexperten. Im Kern bezog sich die Kritik auf das überraschende und nicht mit anderen Aufsichtsbehörden abgestimmte Vorgehen der BaFin, das – aufgrund der für Leerverkäufer bestehenden Ausweichmöglichkeiten – allgemein als wenig effektiv erachtet wurde⁶⁴⁶.

⁶⁴³ Vgl. Begründung zu Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 18.05.2010b.

⁶⁴⁴ Frankreich irritiert über deutschen Alleingang 2010.

⁶⁴⁵ Verbot von Leerverkäufen: Deutscher Alleingang verwirrt Börsen weltweit 2015.

⁶⁴⁶ Frankreich irritiert über deutschen Alleingang 2010; Verbot von Leerverkäufen: Deutscher Alleingang verwirrt Börsen weltweit 2015; Reiche und Rottwilm 2010.

Die BaFin widerrief die Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010 mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatgeschäfte am 27. Juli 2010, dessen inhaltliche Regelungen der widerrufenen Verfügung vom 18. Mai 2010 weitgehend entsprachen⁶⁴⁷.

d) Weitere flankierende Allgemeinverfügungen der BaFin vom 18. Mai 2010

Parallel zu der vorstehend beschriebenen Verbotsverfügung untersagte die BaFin ungedeckte Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist⁶⁴⁸. Ferner wurde die Begründung oder der rechtsgeschäftliche Eintritt in ungedeckte Credit Default Swaps (CDS), bei denen als Referenzverbindlichkeit zumindest auch eine Verbindlichkeit eines Euro-Mitgliedstaates diene, oder bei der ein Euro-Mitgliedsstaat zumindest Referenzschuldner war, untersagt⁶⁴⁹. Die beiden vorstehend genannten Allgemeinverfügungen stützte die BaFin auf die in § 4 Abs.1 WpHG enthaltene Verordnungsermächtigung. Die Verfügungen wurden mit Wirkung zum 27. Juli 2010 widerrufen⁶⁵⁰. Da sich diese Arbeit nur mit der Reglementierung von Aktienleerverkäufen befasst, wird auf nähere Ausführungen zu der vorgenannten Allgemeinverfügung verzichtet.

2. Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte

Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Devisengeschäfte (WpMiVoG) vom 27.7.2010⁶⁵¹ fügte mit § 4a WpHG eine die bisherigen Kompetenzen ergänzende Eingriffsbefugnis zugunsten der BaFin ein. Zudem wurden an deutschen Handelsplätzen durchgeführte Leerverkäufe in Aktien und in bestimmten Schuldtiteln erstmals einer umfassenden gesetzlichen Regulierung unterworfen.

Die neu eingefügten Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) beinhalteten ein generelles Verbot, ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und in bestimmten Schuldtiteln durchzuführen (§ 30h WpHG a.F.), eine Transparenzpflicht für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen (§ 30 i WpHG a.F.), sowie ein Verbot von Kreditderivaten auf

⁶⁴⁷ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 26.07.2010.

⁶⁴⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 18.05.2010c.

⁶⁴⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 18.05.2010a.

⁶⁵⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 26.07.2010.

⁶⁵¹ BGBl. I 2010, 945.

Verbindlichkeiten europäischer Staaten ohne Absicherungszweck (§ 30 j WpHG a.F.). Das WpMiVoG trat im Wesentlichen am 27. Juni 2010 in Kraft⁶⁵². Mit Inkrafttreten des EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz im November 2012⁶⁵³ wurden die §§ 30h, 30i und 30j WpHG geändert bzw. aufgehoben. § 30h WpHG blieb als eine Zuständigkeits- und Verfahrensfragen regelnde Ausführungsvorschrift der Verordnung (EU) 236/2012 für Leerverkäufe relevant.

Das mit dem WpMiVoG in Deutschland eingeführte allgemeine Verbot ungedeckter Leerverkäufe war mit anderen europäischen Marktaufsichtsbehörden nicht abgestimmt worden. Nach Einschätzung von Finanzmarktexperten führte das durch das WpMiVoG in Deutschland eingeführte Leerverkaufsverbot zu einer unnötigen Verunsicherung der Märkte, ohne eine marktstabilisierende Wirkung entfalten zu können. Kritisiert wurde insbesondere die Ineffektivität des deutschen Alleinganges, da Leerverkäufer an andere europäische oder außereuropäische Handelsplätze ausweichen konnten. Zudem zeichnete sich bei Erlass der durch das WpMiVoG in Deutschland erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen bereits eine europäische Regulierung von Leerverkäufen ab. Die Notwendigkeit einer alsbaldigen Änderung der gerade erlassenen Vorschriften war damit absehbar⁶⁵⁴.

a) Die Eingriffsbefugnis der BaFin gemäß § 4a WpHG

§ 4a WpGH wurde vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise 2007 in das WpHG aufgenommen. Die Vorschrift ergänzt die Eingriffsbefugnis des § 4 WpHG. Sie berechtigt die BaFin zu dem Erlass von die Stabilität der Finanzmärkte und das Vertrauen in die Finanzmärkte sichernden Maßnahmen⁶⁵⁵. § 4a WpHG soll vor allem eine zeitweise Unterbindung von Geschäften in Finanzinstrumenten ermöglichen, die zwar keine Verstöße gegen Ge- oder Verbote des WpHG darstellen, die aber in bestimmten Situationen gleichwohl destabilisierend wirken können⁶⁵⁶. Die Vorschrift wurde auch erlassen, um der BaFin eine belastbare Rechtsgrundlage für künftige temporäre Leerverkaufsverbotsverfügungen an die Hand zu geben. Dies erachtete der Gesetzgeber insofern als erforderlich, als der Erlass von

⁶⁵² Bundesministerium der Justiz 2010, S. 945.

⁶⁵³ Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz) vom 06.11.2012 (BGBl. I S. 2286).

⁶⁵⁴ Möller et al. 2010, S. 1167, 1170; Kabinett beschließt das Leerverkaufsverbot 2010; Bundestag verbietet ungedeckte Leerverkäufe 2010.

⁶⁵⁵ Assmann und Schneider 2012, §§ 4a, Rdn. 1-2.

⁶⁵⁶ Vgl. Begründung Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S.8; Assmann und Schneider 2012, § 4a, Rdn. 2.

Leerverkaufsverbotsverfügungen auf Grundlage des § 4 Abs. 1 WpHG im Herbst 2008 auf erhebliche Rechtmäßigkeitsbedenken gestoßen war⁶⁵⁷. § 4a WpHG wurde allerdings nie als Rechtsgrundlage für weitere Leerverkaufsverbotsverfügungen herangezogen. Mit Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 verlor § 4a WpHG seine Bedeutung hinsichtlich der Regulierung von Leerverkäufen an die insoweit Anwendungsvorrang genießende EU-Leerverkaufsverordnung.

b) Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien aller Unternehmen, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (§ 30h Abs. 2 WpHG a.F.)

Durch WpMiVoG wurde mit § 30h WpHG a.F. ein generelles Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und Staatspapieren von Euro-Ländern in das Wertpapierhandelsgesetz eingefügt. Das Verbot galt für an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassene Wertpapiere, auch wenn diese an einem ausländischen Handelsplatz veräußert wurden⁶⁵⁸. Ausgenommen von dem Verbot waren ungedeckte Leerverkäufe in Aktien von Unternehmen mit Sitz im Ausland, wenn diese nicht ausschließlich an einer inländischen Börse zum Handel am regulierten Markt zugelassen waren. Derivate unterfielen, selbst wenn sie bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einer Short-Position gleichzusetzen waren, ebenso wenig § 30h WpHG a.F., wie im Freiverkehr oder in einem Multilateralen Handelssystem (MTF) gehandelte Finanzinstrumente. Auch untertägige Short-Positionen waren nicht vom Verbot ungedeckter Leerverkäufe erfasst, soweit diese Short-Positionen am Ende des jeweiligen Handelstages gedeckt wurden⁶⁵⁹.

Gemäß § 30h Abs. 2 WpHG a.F. waren Short-Transaktionen von Market Makern, Skontroführern und sonstigen Liquidity-Providern sowie Festpreisgeschäfte von dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe ausgenommen⁶⁶⁰. Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften und Betreiber außerbörslicher Märkten waren gemäß § 10 WpHG a.F. verpflichtet, Tatsachen, die den Verdacht eines Verstoßes gegen das Leerverkaufsverbot

⁶⁵⁷ Vgl. vorstehende Ausführungen unter Ziffer II.D.1.(a).

⁶⁵⁸ Faktisch sind damit von dem Verbot ungedeckter Leerverkäufe ganz überwiegend Aktien deutscher und einiger weniger ausländischer Emittenten sowie ausschließlich deutsche und österreichische Staatsanleihen betroffen. Vergleiche: Schäfers 2010.

⁶⁵⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011a.

⁶⁶⁰ Vergleiche: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011a.

des § 30h WpHG begründen, unverzüglich der BaFin anzuzeigen⁶⁶¹. Verstöße gegen § 30h Abs. 1 WpHG konnten mit Geldbußen von bis zu 500.000 Euro geahndet werden. Eine Verletzung der Pflicht, Verdachtsanzeigen hinsichtlich ungedeckter Leerverkäufe abzugeben (§ 10 Abs. 1 WpHG a.F.), konnte mit Geldbußen bis zu 50.000 Euro geahndet werden⁶⁶².

§ 30h WpHG a.F. untersagte neben ungedeckten Leerverkäufen in Aktien auch ungedeckte Leerverkäufe in Schuldtiteln, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen und örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren gesetzliche Währung der Euro ist, ausgegeben wurden (§ 30h Abs.1 Nr.2 WpHG a.F.).

§30h WpHG a.F. wurde mit Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung aufgehoben. Seit dem 16.11.2012 enthält 30h WpHG die EU-Leerverkaufsverordnung konkretisierende Vorschriften, welche unter anderem die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als die für die Überwachung der Einhaltung der EU-Leerverkaufsverordnung zuständige Behörde definiert⁶⁶³.

c) Einführung einer Meldepflicht für Netto-Leerverkaufspositionen gemäß § 30i WpHG a.F.

Neben einem generellen Verbot ungedeckter Leerverkäufe fügte WpMiVoG mit 30i WpHG a.F. auch eine Meldepflicht für Netto-Leerverkaufspositionen in das WpHG ein. Die Vorschrift basierte auf den Vorschlägen des *Committee of European Securities Regulators* zur Schaffung eines gesamteuropäischen Meldesystems⁶⁶⁴. § 30i WpHG a.F. sah ein zweistufiges Meldesystem mit zwei Schwellenwerten für alle an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassenen Aktien vor: Netto-Leerverkaufsposition⁶⁶⁵ ab 0,2% der ausgegeben Aktien einer Gesellschaft waren der BaFin zu melden. Gleiches galt für das Unterschreiten dieser Schwelle. Das Erreichen oder das Über- oder Unterschreiten von Netto-Leerverkaufspositionen, die 0,5% der ausgegebenen Aktien einer Gesellschaft umfassten, löste

⁶⁶¹ § 10 WpHG wurde durch das EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz vom 06.11.2012 (BGBl I S. 2286) dergestalt angepasst, dass der BaFin nun nicht mehr Verstöße gegen den (geänderten) § 30h WpHG, sondern gegen die Artikel 12, 13 oder 14 der Verordnung (EU) 236/2012 (EU-Leerverkaufsverordnung) zu melden sind.

⁶⁶² Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011a.

⁶⁶³ Vgl. Art. 1 des Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz), BGBl. 2012, Teil I Nr. 53, S. 2286.

⁶⁶⁴ Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BT-Drucks. 17/1952, S.10.

⁶⁶⁵ Eine Netto-Leerverkaufs-Position bestand gemäß § 30i Abs. 2 S. 1 WpHG a.F., wenn eine Saldierung aller durch ihren Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Gesamtinteresse an den ausgegebenen Aktien des Unernehmens einer Leerverkaufsposition in Aktien entspricht.

zusätzlich Veröffentlichungspflichten aus. Diese waren in nicht- anonymisierter Form durch entsprechende Bekanntmachungen im elektronischen Bundesanzeiger zu erfüllen. Veränderungen von Netto-Leerverkaufspositionen oberhalb der 0,5% Grenze waren zudem im Abstand von 0,1 Prozentpunkten zu melden und im elektronischen Bundesanzeiger zu veröffentlichen. Gemäß § 30h Abs. 4 WpHG waren in- und ausländische Liquidity-Provider von den Meldepflichten des §30i WpHG a.F. ausgenommen. § 30i Abs. 5 WpHG a.F. enthielt eine weitreichende Verordnungsermächtigung des Bundesministeriums der Finanzen hinsichtlich der Ausgestaltung der Melde- und Veröffentlichungspflichten des § 30i WpHG a.F., die auf die BaFin übertragen werden konnte. Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Melde- und Veröffentlichungspflichten des § 30i Abs. 1 WpHG a.F. waren gemäß § 42 Abs. 2 WpHG a.F. als Ordnungswidrigkeiten mit Bußgeldern bis 200.000 EUR sanktionierbar.

Nach der Übergangsbestimmung des § 42b WpHG galten die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 30i Abs. 1 WpHG a.F. ab dem 26.03.2012. Die ursprünglich nur bis zum 31.01.2011 gültige Allgemeinverfügung der BaFin zur Einführung eines zweistufigen Transparenzsystems für Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien von zehn Finanzmarktunternehmen⁶⁶⁶ wurde bis zum 26.03.2012 verlängert⁶⁶⁷. Sie diente damit als Übergangsregelung bis zum Inkrafttreten des § 30i WpHG a.F.⁶⁶⁸. Mit Inkrafttreten des EU-Leerverkaufsausführungsgesetzes vom 06.11.2012 wurde §30i WpHG gestrichen. Seither gelten EU-weit die Transparenzvorschriften der Art. 5-11 der Verordnung (EU) 236/2012 (EU-Leerverkaufsverordnung).

3. Die Leerverkaufsregulierung in Deutschland: aktuelle Rechtslage

Seit Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung im November 2012 sind Leerverkäufe europaweit einer einheitlichen europäischen Regulierung unterworfen. Eine ausführliche Darstellung und Analyse der EU-Leerverkaufsverordnung erfolgt nachfolgend in den Abschnitten III. – V. dieser Arbeit. Neben den Vorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung haben Leerverkäufer allerdings auch die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, des Börsengesetzes, des Kapitalanlagegesetzes sowie des Strafgesetzbuchs beachten.

⁶⁶⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

⁶⁶⁷ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 31.01.2011.

⁶⁶⁸ Assmann und Schneider 2012, § 30i, Rdn. 2.

a) Die Regulierung von Leerverkäufen im Kapitalanlegerecht

Gemäß § 205 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) dürfen Kapitalverwaltungsgesellschaften Verkäufe von Vermögensgegenständen, die zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht Teil des inländischen OGAW⁶⁶⁹ sind, nicht durchführen. § 205 KAGB statuiert damit für Kapitalverwaltungsgesellschaften ein weitreichendes Leerverkaufsverbot. Aufgrund der Verweisungen der §§ 218, 220 und 230 KAGB gilt das Leerverkaufsverbot des § 205 KAGB zudem nicht allein für OGAW, sondern auch für Investment- und Immobilien-Sondervermögen.

Ratio des § 205 KAGB ist der Schutz des OGAW vor den mit Leerverkäufen einhergehenden erheblichen Kursänderungs- und Eindeckungsrisiken⁶⁷⁰. Kein Leerverkauf im Sinne des § 205 KAGB liegt bei dem Verkauf von Vermögensgegenständen vor, die sich zum Zeitpunkt der Veräußerung zwar nicht im Besitz oder im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft befinden, hinsichtlich derer aber ein schuldrechtlich und sachenrechtlich unbedingter Anspruch auf Eigentumsverschaffung besteht, der die Erfüllung der aus dem Verkauf dieser Vermögensgegenstände resultierenden Erfüllungs- und Lieferungsansprüche ermöglicht – andernfalls wären dem OGAW bspw. die Durchführung von Intraday-Handelsgeschäften nicht möglich⁶⁷¹. Die Vorschrift des § 205 KAGB entspricht inhaltlich der Regelung des inzwischen aufgehobenen⁶⁷² § 59 Investmentgesetz (InvG)⁶⁷³.

Dem § 205 KAGB vergleichbare Leerverkaufsverbote beinhalten die §§ 225 (Leerverkaufsverbot für Dach-Hedgefonds), 265 (Leerverkaufsverbot für geschlossene inländische AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften) sowie 276 KAGB (Leerverkaufsverbot für Spezial-AIF Kapitalverwaltungsgesellschaften). Hedgefonds sind dagegen gemäß § 283 KAGB ausdrücklich zur Durchführung von Leerverkäufen berechtigt.

⁶⁶⁹ OGAW = Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Vgl. Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen und des Rates vom 13. Juli 2009; Weitnauer und Boxberger 2013, § 1, Rdn. 32 ff.

⁶⁷⁰ Weitnauer und Boxberger 2013, KAGB § 205, Rdn. 3.

⁶⁷¹ Weitnauer und Boxberger 2013, KAGB § 205, Rdn. 5.

⁶⁷² Vgl. § 59 InvG in der Fassung vom 01.04.2004. Das InvG wurde durch am 22.07.2013 durch Art. 2a AIFM-UmsG (Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds) aufgehoben.

⁶⁷³ Weitnauer und Boxberger 2013, KAGB, § 205, Rdn. 1.

b) Leerverkäufe und Betrugsstrafbarkeit gemäß § 263 StGB

Leerverkäufe erfüllen nach in der rechtswissenschaftlichen Literatur einhellig vertretener Auffassung nicht den Tatbestand des § 263 StGB. Dies gilt sowohl für gedeckte wie auch für ungedeckte Leerverkäufe⁶⁷⁴. Zwar wird gelegentlich erwogen, das Verkaufsangebot des Wertpapierverkäufers dergestalt zu interpretieren, dass dieses die Zusicherung, bereits im Verkaufszeitpunkt Eigentümer der verkauften Wertpapiere zu sein, enthalte. Im Falle eines ungedeckten Leerverkaufs wäre diese Zusicherung unwahr und ggf. als Täuschung des Wertpapierkäufers im Sinne des § 263 StGB zu interpretieren. Nach ganz herrschender Auffassung beinhaltet das Verkaufsangebot eines Wertpapierverkäufers aber weder explizit noch konkludent die Zusicherung, zum Verkaufszeitpunkt Eigentümer der veräußerten Wertpapiere zu sein. Das Verkaufsangebot eines (Leer)Verkäufers beinhaltet lediglich die Erklärung, die übernommenen Vertragspflichten erfüllen zu wollen und zu können⁶⁷⁵. Soweit der Leerverkäufer ernsthaft beabsichtigt, seine Leistungspflicht durch den späteren Erwerb der leer verkauften Wertpapiere zu erfüllen, liegt folglich nicht die für die Verwirklichung des § 263 StGB erforderliche vorsätzliche Täuschung vor.

Bei gedeckten Leerverkäufen scheidet eine Täuschung im Sinne des § 263 StGB hinsichtlich der Inhaberschaft der verkauften Wertpapiere bereits deswegen aus, weil sich der Leerverkäufer in diesen Fällen zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses das veräußerte Wertpapier bereits mittels eines Sachdarlehens („Wertpapierleihe“) gemäß § 607 BGB beschafft hat⁶⁷⁶. Das Verschweigen mit dem gedeckten Leerverkauf verbundener Motive – etwa die Hoffnung, von einem Kursverfall zu profitieren oder der Umstand, dass der Wertpapierverkauf mit „geliehenen“ Wertpapieren erfüllt wird – kann keine Unterlassungsstrafbarkeit gemäß §§ 263, 13 StGB begründen, da den Verkäufer hinsichtlich seiner mit dem Wertpapierverkauf verbundenen Motivationslage keinerlei Aufklärungspflichten treffen⁶⁷⁷.

⁶⁷⁴ Trüg, S. 3204; Park und Bottmann 2013, S. 183, Rdn. 131-132; Schröder 2015, Rn. 626.

⁶⁷⁵ Trüg und Habetha 2007; Park und Bottmann 2013, S. 183, Rdn. 131-132; Schröder 2015, Rn. 626; Lenzen 2000, S. 209; Hellmann und Beckemper 2004, S. Rdn. 85.

⁶⁷⁶ Trüg, S. 3204.

⁶⁷⁷ Trüg, S. 3204.

c) Leerverkäufe und das Verbot der Verleitung zu Börsenspekulationsgeschäften (§§ 26, 49 BörsG)

Gemäß § 26 BörsG ist es untersagt, andere gewerbsmäßig unter Ausnutzung ihrer Unerfahrenheit in Börsenspekulationsgeschäften zu solchen Geschäften oder zur unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligung an solchen Geschäften zu verleiten. § 26 Abs. 2 BörsG enthält eine – nicht abschließende – Regelvermutung für das Vorliegen eines Börsenspekulationsgeschäfts⁶⁷⁸. Voraussetzung eines Börsenspekulationsgeschäftes ist stets, dass es dem Handelnden auf die gewinnbringende Ausnutzung der Differenz zwischen dem bei Vertragsschluss vereinbarten und dem zum Erfüllungszeitpunkt gegebenen Marktpreis ankommt⁶⁷⁹. Damit sind – aufgrund der mit dieser Handelsform einhergehenden Kursänderungs- und Eindeckungsrisiken – jedenfalls ungedeckte Leerverkäufe als Börsenspekulationsgeschäfte im Sinne des § 26 BörsG zu qualifizieren⁶⁸⁰. Aber auch gedeckte Leerverkäufe sind nach zutreffender Auffassung – wegen des auch hier bestehenden Differenzrisikos – Börsenspekulationsgeschäfts im Sinne des § 26 BörsG⁶⁸¹.

Steht dagegen bei einem Leerverkauf ein unerfahrener Handelsteilnehmer auf der Käuferseite, so ist ein Verleiten zu einem Spekulationsgeschäft im Sinne des § 26 BörsG ausgeschlossen, da sich das Geschäft aus der Perspektive des Käufers als normaler Aktienkauf darstellt, bei dem nicht das für Börsenspekulationsgeschäfte charakteristische Differenzrisiko besteht. Das bei einem ungedeckten Leerverkauf für den Käufer bestehende Risiko, Opfer eines Lieferversagens („fail to deliver“) zu werden, ist nicht vom Schutzzweck der §§ 26, 49 BörsG erfasst⁶⁸². Auch Short-Transaktionen, die lediglich der Absicherung von Preisrisiken eines bereits abgeschlossenen oder beabsichtigten effektiven Geschäfts dienen (Hedging), sind keine Börsenspekulationsgeschäfte und unterfallen damit nicht dem Tatbestand des § 26 BörsG⁶⁸³.

Den Tatbestand des § 26 BörsG erfüllt nicht nur das Verleiten zu einem unmittelbaren Abschluss eines Börsenspekulationsgeschäfts, sondern auch das Verleiten zu einer unmittelbaren oder auch nur mittelbaren Beteiligung an einem solchen Geschäft. Die Unerfahrenheit des zu einem Börsenspekulationsgeschäft Verleiteten ist nach überwiegender

⁶⁷⁸ Park und Bottmann 2013, S. 550, Rdn. 324.

⁶⁷⁹ Trüg, S. 3206; vergleiche auch: Groß 2009, S. Rdn. IX241.

⁶⁸⁰ Schwark und Beck 2010, § 26, Rdn. 2; Park und Bottmann 2013, S. 553, Rdn. 333

⁶⁸¹ Trüg, S. 2305–3206.

⁶⁸² Das Lieferversagen des Leerverkäufers kann aber ggf. eine Strafbarkeit nach § 263 StGB begründen (siehe Kapitel 4.b „Leerverkäufe und Börsenspekulation“). Ausführlich zu dieser Frage auch: Trüg, S. 3206.

⁶⁸³ Schwark und Beck 2010, § 26 BörsG, Rdn. 3.

Auffassung in Lehre und Rechtsprechung bereits dann gegeben, wenn die verleitete Person „infolge fehlender Einsicht die Tragweite des konkreten Spekulationsgeschäfts in einer ganzen Bedeutung nicht verlässlich überblicken kann“⁶⁸⁴.

Das Verbot des § 26 BörsG geht zurück auf den wortgleichen, durch das 4. FMFG geschaffenen § 23 BörsG, der wiederum Nachfolgevorschrift des § 89 BörsG a.F. war⁶⁸⁵. Verstöße gegen die Norm werden gemäß § 49 BörsG mit drei Jahren Haft oder mit Geldstrafe geahndet. Die praktische Bedeutung des §§ 26 BörsG, der als abstraktes Vermögensgefährdungsdelikt das Vermögen des in Börsengeschäften Unerfahrenen schützt, ist allerdings eher gering⁶⁸⁶.

d) Leerverkäufe und das Verbot von Insidergeschäften (§§ 14 Absatz I Nr. 1, 38 Absatz I Nr. 1 WpHG)

Grundsätzlich ist der Einsatz von Leerverkäufen zur Durchführung von Insidergeschäften durchaus denkbar. So können Insiderinformationen – etwa unveröffentlichte Informationen über Bilanzmanipulationen oder über Compliance-Verstöße – auch im Rahmen von Leerverkaufsstrategien Verwendung finden. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überprüfte bspw. im Spätsommer 2015 die infolge des VW-Abgasskandals aufgetretenen Kursstürze der VW-Aktie auch auf Anzeichen von Insiderhandel⁶⁸⁷. Insidergeschäfte liegen beim Kauf oder beim Verkauf von Insiderpapieren (§ 12 WpHG) unter Verwendung konkreter, nicht öffentlich bekannter, kursrelevanter Informationen vor⁶⁸⁸. Eine Information ist öffentlich bekannt, wenn sie einem breiten Anlegerpublikum zugänglich gemacht wurde⁶⁸⁹. Sie ist kursrelevant, wenn sie geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis des Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen und wenn sie daher ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (vgl. § 13 Abs. 1 WpHG)⁶⁹⁰.

⁶⁸⁴ BGH, wistra 2002, 107; OLG Bremen, wistra 1990, 163; kritisch: Park und Bottmann 2013, S. 556, Rdn. 341.

⁶⁸⁵ Hopt 2012, S. § 26 BörsG, Rdn. 1; Groß 2009, S. Rdn. IX240.

⁶⁸⁶ Trüg, S. 3206; Schwark und Beck 2010, § 26 BörsG, Rdn.1; Wabnitz und Janovsky 2007, S. Benner, Kapitel 9, Rdn. 42; Park und Bottmann 2013, § 26, 49 BörsG Rdnr. 3.

⁶⁸⁷ Federl 2015.

⁶⁸⁸ Schröder 2010, S. Kap. 2 A Rdnr. 106; Trüg, S. 3205; Zur gesetzlichen Definition des Begriffs „Insiderinformation“ vergleiche § 13 WpHG.

⁶⁸⁹ Benner und Hohnel 2012, 1. Teil B. Rdn. 19.

⁶⁹⁰ Ausführlich zum Preisbeeinflussungspotential kursrelevanter Informationen Benner und Hohnel 2012, 1. Teil B, Rdn 23 ff.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang § 13 Abs. 2 WpHG, wonach eine Bewertung, die ausschließlich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, keine Insiderinformation ist, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann. Die von institutionellen Leerverkäufen häufig angewandte Strategie, Bilanzen von Zielfirmen auf bislang unentdeckte Unstimmigkeiten zu überprüfen um bei Auffinden derartiger Unstimmigkeiten großvolumige Leerverkäufe durchzuführen⁶⁹¹, erfüllt nicht den Tatbestand des Insiderhandels, da sie auf Bilanzanalysen und damit auf öffentlich bekannten Umständen beruht.

Hierzulande konnten Leerverkäufern die Durchführung von Insidergeschäften bislang nicht nachgewiesen werden, so dass sich die praktische Bedeutung der §§ 14 Abs. 1 Nr. 1, 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG in Bezug auf Leerverkäufe in Grenzen hält. In den USA hat es mittels Leerverkäufen durchgeführte Insidergeschäfte aber vereinzelt gegeben⁶⁹².

e) Leerverkäufe und das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG)

§20a WpHG untersagt die *informationsgestützte Marktmanipulation* (§ 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG), die *handelsgestützte Marktmanipulation* (§ 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG), sowie die durch *sonstige Täuschungshandlungen* (§ 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG) begangene Marktmanipulation⁶⁹³. Das Verbot der Marktmanipulation findet Anwendung auf Finanzinstrumente, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen oder in den regulierten Markt oder in den Freiverkehr einbezogen sind oder die in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind (vgl. § 20a Abs. 1 S. 2 WpHG)⁶⁹⁴. Schutzzweck des § 20a WpHG ist die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Marktes sowie der Schutz der zuverlässigen Preisfindung an Börsen und an sonstigen Handelsplätzen⁶⁹⁵. Als weiteres Schutzziel wird vielfach der Schutz des Anlegervertrauens in die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes

⁶⁹¹ Zur Bilanzanalyse durch Leerverkäufer vergleiche: Ketz und Vincent James; Karpoff und Lou 2010.

⁶⁹² U.S Securities and Exchange Commission; Khan et al fanden im Rahmen einer Studie Hinweise, die auf ein verstärktes Auftreten von Leerverkäufen kurz vor der Durchführung von Insider-Trades hindeuten Khan und Lu 2013.

⁶⁹³ Zu den jeweils anwendbaren Strafraumen vgl. §§ 39 Abs. 1 Nr. 1-2 und Abs. 2 Nr. 11, 38 Abs. 2 WpHG.

⁶⁹⁴ Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt oder der Einbeziehung in den regulierten Markt oder in den Freiverkehr steht es gleich, wenn der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Siehe: § 20a Abs. 1 S. 3 WpHG.

⁶⁹⁵ Deutscher Bundestag, S. 98; Findeisen und Tönningsen 2011, S. 1407; Fleischer 2009, S. Vor § 20a, Rdn.1.

genannt⁶⁹⁶. Leerverkäufe sind zwar grundsätzlich als zulässige, nicht manipulative Handelstechnik anerkannt⁶⁹⁷. Marktmanipulativ im Sinne des § 20a WpHG sind aber ohne Erfüllungsabsicht zu Zwecken der Kursbeeinflussung massenhaft durchgeführte Leerverkäufe (so genannte „bear raids“)⁶⁹⁸.

(1) Aktienleerverkäufe und informationsgestützte Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 Nr.1 WpHG

§ 20a Abs.1 Nr.1 WpHG untersagt das Einwirken auf die Preise von an inländischen oder an Handelsplätzen der EU/ des EWR gehandelten Finanzinstrumenten mittels Verbreitung falscher oder pflichtwidrigen Verschweigens wahrer bewertungserheblicher Umstände⁶⁹⁹. Die Tathandlung des § 20a Abs.1 Nr.1, 1. Alt. WpHG setzt die Abgabe einer *Erklärung* über das Vorliegen bewertungsrelevanter Umstände und damit ein zu einer Täuschung geeignetes *kommunikatives* Verhalten voraus⁷⁰⁰. Aktien unterliegen als Finanzinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 2b WpHG zwar dem Schutz des § 20a WpHG. Schlichte Leerverkäufe von Aktien erfüllen für sich genommen noch nicht den Tatbestand des § 20a Abs.1 Nr.1 WpHG, da in einem Leerverkauf kein *kommunikatives* Verhalten liegt⁷⁰¹. Etwas anderes gilt freilich, wenn ein Leerverkäufer parallel oder dem Leerverkauf nachfolgend bewusst negative und unzutreffende bewertungsrelevante Informationen über den leer verkauften Aktientitel verbreitet, um dessen Kurs unter Druck zu setzen⁷⁰². Solch ein Verhalten erfüllt in aller Regel den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation. Allerdings ist in diesem Fall das Verbreiten der Falschinformation losgelöst von dem Leerverkauf als solchem strafbar – nicht der Leerverkauf selbst⁷⁰³. Leerverkäufe an sich erfüllen damit grundsätzlich nicht den Tatbestand des § 20a Abs.1 Nr.1 WpHG, können aber ggf. auf eine zeitgleich durchgeführte informationsgestützte Marktmanipulation hindeuten.

⁶⁹⁶ Knauth und Käsler 2006, S. 1041; Lazar 2010, S. 5.

⁶⁹⁷ Branson 2010, Teil 3 Kap. 4 Rdn. 191; Schröder 2015, Rn. 501.

⁶⁹⁸ Park und Bottmann 2013, Teil 3 Kap. 4 Rdn. 191; Siekmann 2008, S. 20; Zimmer und Beisen 2010, S. 487; Mittermeier 2010, S. 143; Fleischer 2009, S. Vor § 20a, Rdn.7: kritisch Schröder 2015, Rn. 502.

⁶⁹⁹ Bewertungserhebliche Umstände im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG sind gemäß § 2 Abs.1 MaKonV „Tatsachen und Werturteile, die ein verständiger Anleger bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde (...)“. Hierzu gehören etwa Liquiditätsprobleme, Überschuldung oder Verlustanzeige nach § 92 des Aktiengesetzes oder Rechtsstreitigkeiten und Kartellverfahren von besonderer Bedeutung. Vergleiche: Bundesministerium der Finanzen 01.03.2005.

⁷⁰⁰ Park und Bottmann 2013, Teil 3 Kap. 4 Rdn. 132–134; Fleischer 2009, S. § 20a, Rdn. 18; Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 41.

⁷⁰¹ Zimmer und Beisen 2010, S. 487; zum Fehlen kommunikativer Elemente im Sinne des § 20a Abs.1 Nr. 1 WpHG bei reinen Transaktionen vergleiche auch Mock et al. 2007, §20a, Rdn.187.

⁷⁰² Zimmer und Beisen 2010, S. 487.

⁷⁰³ Zimmer und Beisen 2010, S. 488.

(2) Aktienleerverkäufe und das Verbot handelsgestützter Marktmanipulation (§ 20a Abs.1 Nr.2 WpHG)

§ 20a Abs.1 Nr.2 WpHG untersagt das Setzen falscher oder irreführender Signale hinsichtlich des Angebotes oder der Nachfrage oder des Markt- bzw. Börsenpreises von an geschützten Märkten⁷⁰⁴ gehandelten Finanzinstrumenten durch die Abgabe von Kauf- oder Verkaufsaufträgen oder durch sonstige Geschäfte sowie das Herbeiführen eines künstlichen Preisniveaus bei Finanzinstrumenten. Zweck des § 20a Abs.1 Nr.2 WpHG ist die Unterbindung von Marktmanipulation mittels effektiver Geschäfte (handelsgestützte Marktmanipulation)⁷⁰⁵. Die Vorschrift ist nach allgemeiner Auffassung viel zu weit und unbestimmt geraten. Dem den Missbrauchstatbestand des § 20a Abs.1 S.1 Nr.2 WpHG konkretisierenden § 3 MaKonV⁷⁰⁶ kommt daher bei der Eingrenzung handelsgestützter Marktmanipulationen eine besondere Bedeutung zu⁷⁰⁷.

Der Begriff des „Geschäfts“ im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist sehr weit zu verstehen. Er umfasst alle Transaktionen mit Finanzinstrumenten⁷⁰⁸. Leerverkäufe unterfallen folglich dem Begriff des „Geschäfts“ im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Sie sind zudem „Verkaufsaufträge“ im Sinne dieser Vorschrift.

Die Frage, ob Leerverkäufe geeignet sind, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Börsen- oder Marktpreis von Finanzinstrumenten zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen, ist durchaus umstritten. Ein „Signal“ im Sinne des § 20a Abs.1 Nr.2 WpHG ist gegeben, wenn durch das Geschäft oder durch den Auftrag der Preis eines Finanzinstruments beziehungsweise das Angebots- oder Nachfrageverhalten auf dem Markt beeinflusst werden kann⁷⁰⁹. Das Signal ist „falsch“ wenn es nicht die wahren Marktverhältnisse des betreffenden Finanzinstruments widerspiegelt. „Irreführend“ ist ein

⁷⁰⁴ Vgl. § 20a Abs.1 S.2. Ausführlich zu den von § 20a Abs.1 S.1 WpHG geschützte Märkten Schröder 2015, Rn. 380.

⁷⁰⁵ Zur Erfüllung des in § 20a Abs 1 S.1 Nr. 2 WpHG definierten Tatbestandes muss es nicht zu der effektiven Ausführung eines Wertpapiergeschäfts kommen. Es reicht die Abgabe eines entsprechenden Kauf- oder Verkaufsauftrags (Order). Vgl. Park und Bottmann 2013, Teil 3 Kap 4 Rdn. 132; Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 113.

⁷⁰⁶ Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung - MaKonV).

⁷⁰⁷ Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 150; Sorgenfrei in: Park und Bottmann 2013, Teil 3, Kap 4, Rdn. 135.

⁷⁰⁸ Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn 145; Fuchs und Bouchon 2009, § 20a, Rdn. 44 (Fuchs).

⁷⁰⁹ Schröder 2015, Rn. 481.

Signal, das geeignet ist, einen verständigen, börsen- und marktkundigen Anleger zu täuschen. Ein „künstliches Preisniveau“ ist gegeben, wenn der durch das falsche oder irreführende Signal entstandene Börsen- oder Marktpreis nur scheinbar dem marktgerechten Preis entspricht⁷¹⁰. In aller Regel werden Leerverkäufe – gleich ob sie als gedeckte oder als ungedeckte Leerverkäufe durchgeführt werden – nicht geeignet sein, falsche oder irreführende Signale im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu geben oder ein künstliches Preisniveau herbeizuführen: Das von einem Leerverkauf ausgehende Signal gibt dem Markt lediglich zu verstehen, dass ein Wertpapier verkauft wird – was auch tatsächlich zutrifft. Der Umstand, dass für Dritte nicht erkennbar ist, dass der Leerverkäufer die leer verkauften Wertpapiere erst noch beschaffen muss (bei ungedeckten Leerverkäufen) oder dass er sich später am Markt mit den leer verkauften Wertpapieren wieder eindecken muss (bei gedeckten Leerverkäufen), findet als bloßes Motiv des Leerverkäufers keinen Eingang in das gesetzte Verkaufssignal⁷¹¹. Erfüllungsfähigkeit- und Willigkeit des Leerverkäufers vorausgesetzt, sendet ein Leerverkauf daher kein falsches oder irreführendes Signal an den Markt und er führt auch nicht zu einem künstlichen Preisniveau. Dies gilt selbst dann, wenn der Leerverkauf unter Missachtung kapitalmarktrechtlicher Vorschriften – bspw. entgegen etwaiger gesetzlicher oder behördlicher Leerverkaufsverbote – durchgeführt wird⁷¹².

In der Literatur wird gelegentlich die Auffassung vertreten, dass in einem „massenhaften“ Umfang und „gezielt zu kursmanipulativen Zwecken“ durchgeführte Leerverkäufe als verbotene Marktmanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu qualifizieren seien⁷¹³. Allerdings wird auch bei derartigen Leerverkäufen lediglich das durchaus zutreffende Signal „Verkauf von Wertpapieren“ in den Markt kommuniziert. Die dem Leerverkauf zugrundeliegenden Motive – also auch möglicherweise bestehende Manipulations- oder Kursbeeinflussungsabsichten – werden durch die Abgabe einer Verkaufsoffer nicht kommuniziert. Zudem ist eine Grenzziehung zwischen legalen umfangreichen und illegalen „massenhaften“ Leerverkäufen kaum möglich und auch der Nachweis einer bei dem Leerverkäufer bestehenden Manipulationsabsicht dürfte in der wertpapieraufsichtsrechtlichen Praxis kaum je gelingen.

⁷¹⁰ Schröder 2015, Rn. 481; Trüg, S. 3205; Zimmer und Beisen 2010, S. 488.

⁷¹¹ Kempf et al. ©2010b, S. 321.

⁷¹² Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 151d; Die grundsätzliche Zulässigkeit von Leerverkäufen betonend auch Zimmer und Beisen 2010, S. 487; Fuchs und Bouchon 2009, § 20a, Rdn. 69; Arlt 2004, S. 95, 337.

⁷¹³ Weber 2000, S. 113–115; wohl auch Zimmer und Beisen, die Leerverkäufen allerdings nur in extremen Ausnahmefällen eine marktnmanipulative Wirkung zusprechen Zimmer und Beisen 2010, S. 488.

Nach der konkretisierenden Vorschriften des § 3 Abs. 1 Nr. 1a MaKonV können zwar Kauf- oder Verkaufsaufträge, die an einem Markt einen bedeutenden Anteil am Tagesgeschäftsvolumen eines Finanzinstruments ausmachen – insbesondere wenn sie eine erhebliche Preisänderung bei dem betreffenden Finanzinstrument bewirken – Anzeichen für das Setzen eines falschen oder irreführenden Signals oder für die Herbeiführung eines künstlichen Preisniveaus sein⁷¹⁴. Allerdings sind auch bei derartigen Geschäften das erhebliche Volumen oder das Preisbeeinflussungspotential der betreffenden Order an sich neutral zu bewerten. Irreführende Signale werden auch bei großvolumigen Geschäften nur ausgesendet, wenn diese Geschäfte für sich genommen wirtschaftlich sinnlos sind und lediglich der Kursmanipulation dienen. Dies wird regelmäßig bei anerkannt manipulativen Geschäften wie bspw. beim „pumping and dumping“ oder beim „advancing the bid“, nicht aber bei Leerverkäufen der Fall sein, bei denen ja stets ein realer Veräußerungsvorgang gegeben ist⁷¹⁵.

Die bloße Durchführung von Leerverkäufen wird daher, unabhängig von den diesen Verkäufen zugrundeliegenden Motiven des Verkäufers, nur in extremen Ausnahmefällen den Tatbestand einer handelsgestützten Marktmanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG erfüllen. Dies gilt jedenfalls, soweit der Leerverkäufer bereit und in der Lage ist, seine Verkaufsaufträge auch zu erfüllen.

Das Streuen von Falschinformationen im Zusammenhang mit der Durchführung von Leerverkäufen – bspw. das wahrheitswidrige Behaupten von Liquiditätsproblemen bei dem Unternehmen, dessen Aktien leer verkauft wurden – kann zwar durchaus eine Marktmanipulation im Sinne des § 20a WpHG sein. Allerdings ist in derartigen Fällen die Verbreitung von Falschinformationen streng von dem an sich neutralen Leerverkauf zu trennen und ausschließlich nach § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG (informationsgestützte Marktmanipulation) zu beurteilen⁷¹⁶.

⁷¹⁴ Die Finanzmarktaufsicht hat bei ihrer Überwachungstätigkeit zwar die konkretisierenden Vorschriften der MaKonV zu berücksichtigen. Den in § 3 Abs. 1 MaKonV beispielhaft genannten Geschäften kommt aber nur eine Indizfunktion zu. Geboten ist stets die Vornahme einer Einzelfallbetrachtung. Vgl. Fuchs und Bouchon 2009, § 20a, Rdn. 50.

⁷¹⁵ Vgl. Assmann und Schneider 2012, § 20a; Rdn. 156.

⁷¹⁶ So auch Zimmer und Beisen 2010, S. 487, 488; vgl. hierzu auch das vorstehende Unterkapitel „Aktienleerverkäufe und informationsgestützte Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG“.

Dagegen erfüllen Leerverkäufe, die gezielt zu Zwecken der Kursbeeinflussung durchgeführt werden und deren rechtzeitige Erfüllung der Leerverkäufer nicht beabsichtigt (so genannte *bear raids*), den Tatbestand des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG⁷¹⁷. Ziel derartiger *bear raids* ist es, andere Anleger zum Ausstieg aus dem attackierten Aktientitel zu bewegen und weitere Kursrückgänge zu bewirken, die dann dem Leerverkäufer eine günstige, häufig verspätete Deckung seiner Short- Positionen zu ermöglichen⁷¹⁸. Ohne Erfüllungsabsicht durchgeführte massenhafte Leerverkäufe erfüllen auch dann den Tatbestand der handelsgestützten Marktmanipulation, wenn sie nicht von irreführenden Informationen begleitet werden⁷¹⁹. Das für die Tatbestandsverwirklichung des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG erforderliche falsche Signal liegt bei derartigen *bear raids* in der nicht vorhandenen Erfüllungsfähigkeit- und Bereitschaft des Leerverkäufers, dem es bei dem Leerverkauf primär um die Herbeiführung eines Rückgang des Börsenkurses des leer verkauften Wertpapiers geht. Da die Erfüllungswilligkeit bei Kaufverträgen jedenfalls konkludent miterklärt wird, gibt der nicht erfüllungswillige, massenhafte Leerverkäufe durchführende Marktteilnehmer ein irreführendes Signal ab, das regelmäßig geeignet sein wird, das Angebots- oder Nachfrageverhalten auf dem Markt bzw. den Preis des leer verkauften Wertpapiers zu beeinflussen⁷²⁰. In Ermangelung einer Erfüllbarkeit derartiger Geschäfte sind daher bspw. Leerverkäufe, die die Gesamtzahl der am Markt gehandelten Wertpapiere („free float“) übersteigen, regelmäßig als marktmanipulativ im Sinne von § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu qualifizieren.

Festzuhalten bleibt, dass Leerverkäufe nur dann als marktmanipulativ im Sinne des § 20a Abs.1 Nr. 2 WpHG zu bewerten sind, wenn sie in erheblichen Umfang und gezielt zu Zwecken der Preisbeeinflussung eingesetzt werden und wenn der Leerverkäufer von Beginn an nicht beabsichtigt, seine Lieferverpflichtung ordnungsgemäß zu erfüllen. Zu dem an sich neutralen Leerverkauf muss also das subjektive Element mangelnder Erfüllungsbereitschaft seitens des Leerverkäufers hinzutreten, um die Annahme eine Marktmanipulation im Sinne

⁷¹⁷ Mock et al. 2007, § 20a, Rdn. 10; Mock et al. 2007, § 20a Rdn. 209; Mock 2010, S. 2249; Zuweilen wird zusätzlich die Absicht des Leerverkäufers gefordert, die Leerverkäufe nicht zu erfüllen. Vgl Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a Rdn. 176.

⁷¹⁸ Mittermeier 2010, S. 143; Mock et al. 2007, S. §20a, Rdn.10.

⁷¹⁹ Fleischer 2008, S. 220–221; Mock et al. 2007, S. §20a, Rdn. 209; Vogel in: Assmann und Schneider 2012, Vor § 20a, Rdn. 26–27; a.A: Trüg demzufolge auch großvolumige und gezielt zur Preisbeeinflussung durchgeführte Leerverkäufe nicht den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen, da der Umstand allein, dass solche großdimensionierten Leerverkäufe auf die Referenzkurse einwirken können, reicht für die Annahme einer Marktmanipulation ausreichen. Vergleiche: Trüg, S. 3205.

⁷²⁰ Trüg, S. 2305.

des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG zu begründen⁷²¹. Allein der – durchaus auch umfangreiche – Verkauf von Wertpapieren, über die der Verkäufer zum Zeitpunkt der Eingehung des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts (noch) nicht verfügt, begründet dagegen keine handelsgestützte Marktmanipulation im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG⁷²².

(3) Aktienleerverkäufe als sonstige Täuschungshandlungen im Sinne von § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.V.m. § 4 MaKonV?

§ 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG verbietet die Vornahme „sonstiger Täuschungshandlungen“, die geeignet sind, auf den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder auf den Preis eines Finanzinstruments, dass an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Europäischen Wirtschaftsraums gehandelt wird, einzuwirken. Die Vorschrift erfasst als Auffangtatbestand Marktmanipulationen durch „sonstige Täuschungshandlungen, die nicht bereits § 20a Abs. 1 Nr. 1 oder Nr. 2 WpHG unterfallen⁷²³. § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG wird durch § 4 MaKonV konkretisiert. Als „sonstige Täuschungshandlung“ im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 WpHG qualifiziert § 4 MaKonV „ (...) Handlungen oder Unterlassungen, die geeignet sind, einen verständigen Anleger über die wahren wirtschaftlichen Verhältnisse, insbesondere Angebot und Nachfrage in Bezug auf ein Finanzinstrument, an einer Börse oder einem Markt in die Irre zu führen und den inländischen Börsen- oder Marktpreis eines Finanzinstruments oder den Preis eines Finanzinstruments an einem organisierten Markt in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum hoch- oder herunterzutreiben oder beizubehalten“.

§ 4 Abs. 2 und 3 MaKonV definieren einige Verhaltensweisen, die auf das Vorliegen „sonstiger Täuschungshandlungen“ im Sinne von § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG hindeuten können. Anzeichen für „sonstige Täuschungshandlungen“ können etwa Geschäfte oder Kauf- oder Verkaufsaufträge sein, bei denen unrichtige oder irreführende Informationen weitergegeben oder bei denen unrichtige, fehlerhafte, verzerrende oder von wirtschaftlichen Interessen beeinflusste Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben werden (§ 4 Abs. 2 Nr. 1-2 MaKonV). Aber auch die Verbreitung von Stellungnahmen oder Gerüchten

⁷²¹ Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a Rdn. 176; Findeisen und Tönningsen 2011, S. 1408; Zimmer und Beisken 2010, S. 488.

⁷²² Mock et al. 2007, S. § 20a, Rdn. 209; Mittermeier 2010, S. 143.

⁷²³ Mock et al. 2007, S. § 20a, Rdn. 201; Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 164.

über ein Finanzinstrument oder dessen Emittenten mittels traditioneller oder elektronischer Medien kann eine „sonstige Täuschungshandlung“ darstellen, soweit in diesem Finanzinstrument zuvor Positionen eingegangen wurden und der hierdurch begründete Interessenkonflikt nicht zugleich mit der Kundgabe in angemessener und wirksamer Weise offenbart wird (vgl. § 4 Abs. 3 Nr. 2 MaKonV).

Zwar können die in § 4 MaKonV spezifizierten Verhaltensweisen durchaus auch in einem sachlichen Zusammenhang mit der Durchführung von Leerverkäufen auftreten – etwa wenn ein Leerverkäufer im Zusammenhang mit einem Leerverkauf von seinen wirtschaftlichen Interessen beeinflusste Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen erstellt oder weitergibt oder wenn er eine kritische Stellungnahme über den Emittenten der von ihm leer verkauften Aktien verbreitet, ohne dabei seine Leerverkäufe zu offenbaren. Die im Zusammenhang mit den vorstehend beschriebenen Verhaltensweisen durchgeführten Leerverkäufe selbst sind gleichwohl nicht als „sonstige Täuschungshandlung“ im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG zu qualifizieren. Soweit Leerverkäufe gezielt eingesetzt werden, um den Markpreis eines Finanzinstruments zu drücken, unterfallen sie ggf. dem Tatbestand einer handelsgestützten Manipulation gemäß § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG, nicht aber der Auffangvorschrift des § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG⁷²⁴. Das Streuen von Gerüchten zu einem Finanzinstrument oder dessen Emittenten wird im Regelfall von § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG erfasst. Nur soweit das im Zusammenhang mit Leerverkäufen erfolgende Ausstreuen von Gerüchten nicht bereits von § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG erfasst ist, kann § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG i.V.m. § 4 MaKonV Platz greifen. Dies ist namentlich dann der Fall, wenn die verbreiteten Gerüchte oder Werturteile keinen nachprüfbaren Tatsachekern aufweisen. Derartige frei erfundene Gerüchte sind nämlich keine „Angaben zu Umständen“ im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG. Ihre Verbreitung unterfällt daher nach wohl h.M. nicht § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG, sondern der Auffangvorschrift des § 20a Abs. 1 Nr. 3 WpHG⁷²⁵.

⁷²⁴ Fleischer 2009, S. § 20a, Rdn. 69; Mock et al. 2007, S. § 20a, Rdn. 209.

⁷²⁵ Schwark und Beck 2010, S. 20a, Rdn. 12-14; Mock et al. 2007, S. : § 20a, Rdn. 155, 156, 208; Park und Bottmann 2013, Teil 3, Kap. 4, Rdn. 190; kritisch zur h.M. und im Ergebnis für ein weites, auch frei erfundene Gerüchte umfassendes Verständnis des Begriffs „Umstände“ dagegen Vogel in: Assmann und Schneider 2012, § 20a, Rdn. 69ff sowie Fleischer in: Fuchs und Bouchon 2009, § 20a, Rdn. 17.

(4) Aktienleerverkäufe und Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG: Ergebnis

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass Aktienleerverkäufe ganz regelmäßig nicht von den Tatbeständen des § 20a WpHG erfasst sind⁷²⁶. Ohne Erfüllungsabsicht in großem Umfang und zu Zwecken der Kurseinwirkung durchgeführte Leerverkäufe können aber dem Missbrauchstatbestand des § 20a Absatz 1, Satz 1 Nr.2 WpHG (handelsgestützte Manipulation) unterfallen. Im Zusammenhang mit Leerverkäufen gestreute Gerüchte, Beurteilungen und Prognosen können – je nachdem ob sie einen nachprüfbaren Tatsachenkern enthalten oder nicht – entweder 20a Absatz 1, Satz 1 Nr. 2 WpHG (informationsgestützte Manipulation) oder 20a Absatz 1, Satz 1 Nr. 3 WpHG (Marktmanipulation durch sonstige Täuschungshandlungen) unterfallen.

4. Zusammenfassende Betrachtung des in Deutschland nach der Finanzmarktkrise verfolgten Regulierungsansatzes

Auf die Kurseinbrüche der Finanzmarktkrise 2008 reagierte die BaFin – ähnlich wie die US-amerikanische SEC und die britische FSA – mit eilig erlassenen, temporären Leerverkaufsbeschränkungen und der Einführung ebenfalls temporärer Transparenzpflichten. Im Mittelpunkt der Bemühungen der BaFin stand zunächst eine Stabilisierung der im Spätsommer 2008 extrem volatilen Aktienkurse durch kurzfristige Leerverkaufsbeschränkungen. Untersagt wurden – anders als in den USA und in Großbritannien, wo kurzzeitig auch die Durchführung gedeckter Leerverkäufe verboten wurde – nur ungedeckte Leerverkäufe. Später traten Transparenzvorschriften zu den temporären Leerverkaufsbeschränkungen hinzu. Die in Form von Allgemeinverfügungen erlassenen Notmaßnahmen basierten allerdings auf einer zweifelhaften Rechtsgrundlage (§ 4 Abs. 1 S. 2 WpHG) und waren infolgedessen erheblicher Kritik ausgesetzt⁷²⁷. Kritik zog insbesondere das im Mai 2010 überraschend und ohne Absprache mit anderen den Aufsichtsbehörden anderer EU-Staaten erlassene Verbot ungedeckter Leerverkäufe in zehn deutschen Finanzmarktstiteln und in Staatsanleihen der Euro-Länder auf sich, das allgemein als marktdestabilisierend und wenig effektiv beurteilt wurde⁷²⁸.

⁷²⁶ So auch Park und Bottmann 2013, Teil 3 Kap. 4 Rdn. 191.

⁷²⁷ Vgl. vorstehend Abschnitt II.D.1a)(1)(a)

⁷²⁸ BGBl. I S. 2481.

Durch das im Juli 2010 verabschiedete WpMiVoG⁷²⁹ wurden Leerverkäufe in Deutschland erstmals umfassend gesetzlich reglementiert. Diese gesetzliche Regulierung von Aktienleerverkäufen orientierte sich an den zuvor von der BaFin erlassenen Notmaßnahmen: Der Gesetzgeber setzte einerseits auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, bemühte sich aber auch, durch die gesetzliche Verankerung eines Meldesystems für Netto-Leerverkaufspositionen eine verbesserte Markt- und Handelstransparenz zu gewährleisten.

Die nationalrechtliche Leerverkaufsregulierung des WpHG wurden zwar ab dem 01.11.2012 von der EU-Leerverkaufsverordnung⁷³⁰ abgelöst. Dadurch änderte sich die Rechtslage in Deutschland hinsichtlich der Durchführbarkeit von Leerverkäufen für die meisten Marktteilnehmer allerdings nicht wesentlich, da die Vorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung denen der 30h, 30i und 30j WpHG a.F. ähneln. Die weitreichende Übernahme des deutschen Regulierungsansatzes durch den europäischen Verordnungsgeber – der zunächst kein Verbot ungedeckter Leerverkäufe geplant und sich weitgehend auf die Einführung eines umfassenden Transparenzsystems hatte beschränken wollen⁷³¹ – kann als Erfolg des deutschen Gesetzgeber gesehen werden, der hinsichtlich der Regulierung von Aktienleerverkäufen seine finanzmarktpolitischen Vorstellungen auf europäischer Ebene weitgehend durchsetzen konnte.

⁷²⁹ Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (WpMiVoG) vom 21.07.2010 BGBl. I S. 945 (Nr. 38).

⁷³⁰ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. Die die Durchführung von Aktienleerverkäufen betreffenden Vorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung sind seit dem 01.11.2012 wirksam. Andere Vorschriften der Verordnung erlangten bereits am 25. März 2012 Wirksamkeit. Vgl. Art. 48 Verordnung (EU) 236/2012.

⁷³¹ Vgl. Möller et al. 2010, S. 1170.

III. Beschränkungen von Aktienleerverkäufen durch europäisches Sekundärrecht

Bis zu Beginn der Finanzmarktkrise 2007/2008 dominierte in den großen Industrieländern die Überzeugung, die Finanzmärkte seien solide und krisenfest reguliert. Dieser Glaube war zwar durch die Asien- und Russlandkrise 1997/1998 und den aus diesen Krisen resultierenden Zusammenbruch des US-amerikanischen Hedge Fonds LTCM erschüttert worden. Gleichwohl konnten sich die wichtigsten 20 Industriestaaten (G20) nachfolgend nicht auf nennenswerte Maßnahmen zur Stabilisierung und Koordinierung des internationalen Finanzsystems einigen. Erst die Finanzmarktkrise 2007/2008 führte zu einer engeren Abstimmung der G-20-Staaten auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung: Künftig sollte kein Finanzprodukt, das die Stabilität des gesamten Finanzsystems infrage stellen kann, unreguliert bleiben⁷³². Die Verordnung (EU) 236/2012 nimmt diesen Gedanken auf und stellt seit November 2012 auf europäischer Ebene einen regulatorischen Ordnungsrahmen für die Durchführung von Leerverkäufen und Credit Default Swaps (CDS) zur Verfügung.

A. Die Regulierung von Aktienleerverkäufen durch die europäische Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012

Unter dem Eindruck der im Verlauf der Finanzmarktkrise 2007/ 2008 an den Finanzmärkten aufgetretenen Turbulenzen setzte sich bei der Mehrheit der europäischen Marktaufsichtsbehörden und auch bei einigen Marktteilnehmern die Überzeugung durch, dass Leerverkäufe einer einheitlichen, europäischen Regulierung bedürften⁷³³. Die Europäische Kommission legte im April 2009 im Rahmen von Konsultationen zur Überarbeitung der Marktmissbrauchsrichtlinie ein Diskussionspapier vor, in dem unter anderem eine Harmonisierung der divergierenden europäischen Leerverkaufsvorschriften angeregt wurde⁷³⁴. Am 15.09.2010 stellte die EU Kommission einen Vorschlag für eine Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (CDS) vor⁷³⁵, die – nach ausführlichen Konsultationen⁷³⁶ – in modifizierter Form⁷³⁷ vom

⁷³² G20 Summits 2008, Rn. 9.

⁷³³ Committee of European Securities Regulators 2009, S. 3–4; Zentraler Kreditausschuss 2009, S. 2.

⁷³⁴ Europäische Kommission, S. 17.

⁷³⁵ Europäische Kommission 15.09.2010b.

⁷³⁶ Council of the European Union 2010; Rat der Europäischen Union 2010; Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss 2010; Europäische Zentralbank 2011; Canfin 2011; Council of the European Union 17.05.2011.

⁷³⁷ Europäisches Parlament 2011.

Europäischen Parlament und vom Ecofin- Rat⁷³⁸ angenommen und am 24. März 2012 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht wurde⁷³⁹. Die Aktienleerverkäufe betreffenden Vorschriften der *Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps* (im Folgenden: „Verordnung (EU) 236/2012 bzw. „EU-Leerverkaufsverordnung“) erlangten ab dem 1. November 2012 Wirksamkeit⁷⁴⁰. Die Verordnung (EU) 236/2012 wird von vier Ausführungsvorschriften in Form einer delegierten Verordnung, die vorwiegend Begriffsbestimmungen enthält⁷⁴¹, einer Durchführungsverordnung⁷⁴² sowie zweier delegierter Verordnungen, die technische Regulierungsstandards festlegen⁷⁴³, flankiert. Die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Verordnung (EU) 236/2012 geltenden nationalen Leerverkaufsbeschränkungen wurden durch die neue Verordnung verdrängt⁷⁴⁴. Dementsprechend wurden in Deutschland die mit dem *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte*⁷⁴⁵ eingeführten Leerverkaufsbeschränkungen durch das *EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz*⁷⁴⁶ weitgehend aufgehoben bzw. den neuen europarechtlichen Rahmenbedingungen angepasst⁷⁴⁷.

Die Verordnung (EU) 236/2012 geht mit der Erfassung öffentlicher Schuldtitel und derivativer Finanzinstrumente über die Regulierung klassischer Aktienleerverkäufe weit hinaus. Diese Arbeit wird sich gleichwohl weitgehend auf die Darstellung der

⁷³⁸ Council of the European Union (ECOFIN) 21.02.2012.

⁷³⁹ Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (nachfolgend „Verordnung (EU) 236/2012“ oder „EU-Leerverkaufsverordnung“).

⁷⁴⁰ Vgl. 3 Verordnung (EU) 236/2012, Art. 48. Gemäß Art.48 S.3 Verordnung (EU) 236/2012 gelten die folgenden Artikel bereits seit dem 25. März 2012: Artikel 2 Absatz 2, Artikel 3 Absatz 7, Artikel 4 Absatz 2, Artikel 7 Absatz 3, Artikel 9 Absatz 5, Artikel 11 Absätze 3 und 4, Artikel 12 Absatz 2, Artikel 13 Absätze 4 und 5, Artikel 16 Absätze 3 und 4, Artikel 17 Absatz 2, Artikel 23 Absätze 5, 7 und 8 sowie Artikel 30, 42, 43 und 44.

⁷⁴¹ Europäische Kommission 05.07.2012a.

⁷⁴² Europäische Kommission 29.06.2012b.

⁷⁴³ Europäische Kommission 29.06.2012a sowie Europäische Kommission 05.07.2012b.

⁷⁴⁴ Zur Verdrängung nationalen Parallelrechts durch EU- Verordnungen vergleiche: Frenz 2010, Rn. 864 ff.

⁷⁴⁵ Deutscher Bundestag 21.07.2010.

⁷⁴⁶ Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz, BGBl. Teil I 2012, Nr. 53, S. 2286.

⁷⁴⁷ Das Leerverkaufs- Ausführungsgesetz hebt die § § 4a Absatz 1 Satz 2 Nummer 1 Buchstabe a, §30i und 30j WpHG auf und ersetzt das bisher in § 30h WpHG kodifizierte Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und bestimmter Schuldtitel durch Überwachungs- und Zuständigkeitsvorschriften. Dem 31f WpHG wird eine neue Bestimmung hinzugefügt (Abs.4), der zufolge die Betreiber multilateraler Handelssysteme bei an diesen Handelssystemen gehandelten Finanzinstrumenten eintretende signifikante Kursverluste der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu melden haben. Der Regelungsauftrag der Verordnung (EU) 236/2012, wonach der nationale Gesetzgeber wirksame Sanktionsmechanismen zur Ahndung von Verstößen gegen Vorschriften der Verordnung bereitstellen muss (Verordnung (EU) 236/2012, Art. 41), wird in den § 39 Abs.2 und Abs.4 WpHG umgesetzt.

Aktienleerverkäufe betreffenden Vorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung beschränken. Der Regelungsgehalt der EU-Leerverkaufsverordnung hinsichtlich derivativer Finanzinstrumente wird nur insoweit dargestellt, als sich hieraus Implikationen für die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen ergeben. Die öffentlichen Schuldtitel erfassenden Regularien der Verordnung werden in dieser Arbeit nicht behandelt.

1. Inhalt und Anwendungsbereich

Die Verordnung (EU) 236/2012 leistet eine Vollharmonisierung der europäischen Leerverkaufsgesetzgebung mittels eines dreifachen Regulierungsansatzes. Zum Ersten werden umfangreiche Transparenzpflichten für Netto- Leerverkaufspositionen geschaffen. Zum Zweiten werden ungedeckte Leerverkäufe in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln und ungedeckte Credit Default Swaps in öffentlichen Schuldtiteln weitgehend untersagt. Drittens schafft die Leerverkaufsverordnung Aufsichtskompetenzen zugunsten der nationalen Aufsichtsbehörden sowie der europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde *European Securities and Markets Authority* (nachfolgend: „ESMA“) und etablierte ein (inzwischen wieder aufgehobenes) einheitliches Eindeckungsverfahren, das bei Settlement-Fehlern zur Anwendung kam⁷⁴⁸.

Die Transparenzpflichten der Art. 5-6 und das in Art. 12 der Verordnung (EU) 236/2012 statuierte Verbot ungedeckter Leerverkäufe erfassen sämtliche an einem Handelsplatz der Europäischen Union zugelassene Aktien, gleich ob diese im konkreten Fall an einem geregelten Markt oder im Freiverkehr gehandelt werden. Irrelevant sind sowohl die Nationalität oder der Sitz der Handelnden, wie auch der Ort des konkreten Geschäftsabschlusses⁷⁴⁹. Lediglich solche Aktientitel, die zwar zum Handel an einem Handelsplatz in der Europäischen Union zugelassen sind, deren Haupthandelsplatz aber außerhalb der EU liegt⁷⁵⁰, sind gemäß Art. 16 der Verordnung (EU) 236/2012 sowohl von den Leerverkaufsverboten des Art.12, wie auch von den Transparenzvorschriften der Art. 5-6 und dem Zwangseindeckungsverfahren (Art. 15⁷⁵¹) ausgenommen⁷⁵². Die ESMA veröffentlicht

⁷⁴⁸ Ausführlich zu dem durch Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 eingeführten und inzwischen wieder aufgehobenen Zwangseindeckungsverfahren vgl. nachfolgend Kapitel III.A.6.

⁷⁴⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2012, S. 2, Frage 5.

⁷⁵⁰ Haupthandelsplatz einer Aktie ist der Handelsplatz, an dem der mit dieser Aktie generierte Umsatz am höchsten ist (vgl. Art. 2 Abs. 1 m) Verordnung (EU) 236/2012).

⁷⁵¹ Die Zwangseindeckung offener Wertpapiertransaktionen wurde inzwischen in einer eignen Verordnung geregelt (Verordnung (EU) 909/2014 vom 23.7.2014). Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 wurde daher zwischenzeitlich durch Art. 72 Verordnung (EU) 909/2014 gestrichen.

⁷⁵² Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 25.

gemäß Art. 16 Abs. 2 S. 3 Verordnung (EU) 236/2012 alle zwei Jahre eine Liste der Aktien, deren Haupthandelsplatz sich in einem Drittland befindet⁷⁵³.

Aktientitel, die ohne Börsenzulassung innerhalb einer multilateralen Handelssystems gehandelt werden oder die lediglich in den Freiverkehr einer in der EU ansässigen Börse einbezogen sind, sind ebenso wenig von den Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung erfasst wie solche Aktien, die ausschließlich an einem organisierten Markt außerhalb der EU zugelassen sind.

2. Transparenzvorschriften

Das durch die Leerverkaufsverordnung etablierte Transparenzregime für Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien findet sich in den Artikeln 5-6 der Verordnung (EU) 236/2012.

a) Meldeschwellen

Ähnlich dem in Deutschland durch die Allgemeinverfügung der BaFin vom 4.3.2010⁷⁵⁴ eingeführten und später mit dem § 30i WpHG fortgeschriebenen zweistufigen Transparenzsystem, sieht auch die Verordnung (EU) 236/2012 zwei Meldeschwellen vor: Netto-Leerverkaufspositionen, welche die Grenze von 0,2% des ausgegebenen Aktienkapital eines von der Verordnung erfassten Unternehmens erreichen oder überschreiten, sind gemäß Art. 5 Abs. 1, Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 der jeweils zuständigen Behörde – in Deutschland ist dies die BaFin⁷⁵⁵ – zu melden. Darüber hinaus ist jede weitere Veränderung der gehaltenen Netto-Leerverkaufsposition um 0,1% des ausgegebenen Aktienkapitals meldepflichtig. Sobald die gehaltene Netto-Leerverkaufsposition 0,5% des ausgegebenen Aktienkapital eines von der Verordnung erfassten Unternehmens erreicht oder überschreitet, ist gemäß Art. 6 Abs.1 und 2 Verordnung (EU) 236/2012 eine Offenlegung dieser Position gegenüber der Öffentlichkeit vorzunehmen. Auch hier sind Veränderungen der Netto-Leerverkaufsposition um jeweils 0,1% des ausgegebenen Aktienkapitals veröffentlichungspflichtig.

⁷⁵³ Die nach Art. 16 Abs. 2 S. 3 Verordnung (EU) 236/2012 von der ESMA zu veröffentlichende Liste („exempted shares“) ist abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/page/List-exempted-shares> (Stand: 10.06.2016).

⁷⁵⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

⁷⁵⁵ Die BaFin ist gemäß § 30h Abs. 1 WpHG zuständige Behörde im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012

b) Meldepflichtige Personen und Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen

Die Melde- und Offenlegungspflichten der Leerverkaufsverordnung treffen natürliche und juristische Personen, die in den Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 festgelegten Relevanzschwellen überschreitende Netto- Leerverkaufspositionen halten⁷⁵⁶. Auf den gewöhnlichen Aufenthalt oder den Sitz der die Leerverkaufsposition haltenden Person kommt es gemäß Art. 10 Verordnung (EU) 236/2012 nicht an – Anknüpfungspunkt für eine Melde- oder Veröffentlichungspflicht ist allein der Haupthandelsplatz des Finanzinstruments, in dem eine meldepflichtige Netto- Leerverkaufsposition gehalten wird⁷⁵⁷.

Der Umfang einer Netto- Leerverkaufsposition errechnet sich aus der Saldierung aller in einem bestimmten Unternehmen gehaltenen Short- Positionen mit sämtlichen im selben Unternehmen gehaltenen Long- Positionen.

Short- Positionen im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012 entstehen folglich nicht nur durch den Leerverkauf von Aktien, sondern durch jede Transaktion, die ein Finanzinstrument generiert oder die sich auf ein Finanzinstrument bezieht, dessen Kurs- oder Wertminderung zu einem finanziellen Vorteil führt⁷⁵⁸. Zu berücksichtigen sind in diesem Zusammenhang folglich auch synthetisch generierte Leerverkaufspositionen sowie Positionen, welche sich aus dem Innehaben von Basket⁷⁵⁹- oder Indexprodukten⁷⁶⁰ ergeben. Dagegen werden Short-Positionen in Finanzinstrumenten, die einen Anspruch auf noch nicht emittierte Aktien und Zeichnungsrechte, Wandelanleihen und andere vergleichbare Instrumente begründen, bei der Berechnung von Netto-Leerverkaufsposition nicht als Short-Positionen berücksichtigt⁷⁶¹.

Auch Long- Positionen im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012 können nicht lediglich aus dem Halten von Aktien resultieren, sondern ebenso aus sonstigen Finanzinstrumenten, deren Kurs- oder Wertsteigerung zu einem finanziellen Vorteil für den Inhaber führt⁷⁶². In die

⁷⁵⁶ Auch eingetragene Personengesellschaften ohne Rechtspersönlichkeit sind melde- und offenlegungspflichtig. Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 6.

⁷⁵⁷ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 1, Art.2 Abs.1, lit I), Art. 16 Abs.1.

⁷⁵⁸ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 3 Abs.1 lit a) und b).

⁷⁵⁹ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 6.

⁷⁶⁰ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 10 und Anhang II, Teil 1, lit.3.

⁷⁶¹ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 7 lit. b).

⁷⁶² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 3 Abs.2 lit a) und b).

Berechnung einbezogen werden beispielsweise auch Positionen in Basketprodukten⁷⁶³ oder in Optionen, Futures und Differenzkontrakten⁷⁶⁴.

Die Saldierung von Long- und Short- Positionen erfolgt damit auf Grundlage einer ökonomischen Gesamtbetrachtung, bei der alle Positionen, die ein Interesse an den ausgebenen Aktien eines Unternehmens begründen, zu berücksichtigen sind (Berücksichtigung des so genannten „economic exposure“ des Leerverkäufers).

Aufgrund der Einbeziehung sehr vielgestaltiger Finanzprodukte in die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen kann sich der Saldierungsvorgang recht komplex gestalten. So sind etwa aktienbasierte Derivate bei der Ermittlung von Netto- Leerverkaufspositionen zu berücksichtigen. Aktienbasierte Positionen in Baskets, Indizes oder börsengehandelten Fonds sind unter Berücksichtigung des Gewichts der betreffenden Aktie im Basiskorb, Index oder Fonds zu berechnen⁷⁶⁵.

Bei der Berechnung der Netto-Short-Position ist grundsätzlich die folgende Berechnungsweise anzuwenden:

$$\frac{(\text{SortPosition} - \text{Long Position})}{\text{Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien}} = \text{Netto Short- Position}^{766}$$

Die prozentuale Bestimmung der in einer Aktiengesellschaft gehaltenen Short-Position kann ermittelt werden, indem die Netto- Shortposition durch das gesamte ausgegebene Aktienkapital der betroffenen Aktiengesellschaft dividiert wird⁷⁶⁷. Netto-Leerverkaufspositionen sind am Ende des Handelstages zu berechnen, an dem die entsprechende Netto- Short- Position erstmals gehalten wird. Sie sind bis um 15:30 Uhr des nachfolgenden Handelstages der zuständigen Behörde zu melden⁷⁶⁸.

⁷⁶³ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 5 Abs.1.

⁷⁶⁴ Vergleiche: Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 5 Abs.2, Anhang I, Teil 1: Optionen, Gedeckte Optionsscheine, Futures, An einen Index gekoppelte Instrumente, Differenzkontrakte, Anteile börsengehandelter Fonds, Swaps, Spread Bets, Anlageprodukte für Klein- und professionelle Anleger, Komplexe Derivate, Aktiengebundene Zertifikate, Global Depositary Receipts.

⁷⁶⁵ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 10, Anhang II, Teil 1, Abs. 1 und 3.

⁷⁶⁶ Grundsätzlich zur Berechnung von Netto- Leerverkaufspositionen unter Anwendung dieser Formel: Mülbart in: Assmann und Schneider 2012, § 30i, Rdn. 12.

⁷⁶⁷ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 10, Anhang II, Teil 1, Abs. 8.

⁷⁶⁸ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 9 Abs. 2.

Detaillierte Vorgaben hinsichtlich der Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen enthält die Delegierte Verordnung (EU) 918/2012⁷⁶⁹

(1) Berechnungsregeln für Organisationseinheiten

Um einer Verschleierung hoher Leerverkaufspositionen mittels Aufspaltung dieser Short-Positionen auf unterschiedliche Organisationseinheiten vorzubeugen⁷⁷⁰ hat die Kommission - gestützt auf die in Art. 3 Abs. 7 c), Art. 42 Verordnung (EU) Nr. 236/2012 enthaltene Ermächtigung - in den Art. 12 und 13 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 detaillierte Regeln festgelegt, nach denen Netto- Leerverkaufspositionen berechnet werden, wenn verschiedene Verwaltungsstellen⁷⁷¹ oder juristische Personen innerhalb einer Unternehmensgruppe Long- oder Short-Positionen halten oder Management- Tätigkeiten für getrennte Fonds zu berechnen sind⁷⁷².

Die Berechnung von Netto-Short-Positionen erfolgt zunächst auf Ebene von „Verwaltungsstellen“. Das sind solche Unternehmenseinheiten eines institutionellen Leerverkäufers, die eigenverantwortlich Fonds oder Portfolios für Anleger verwalten. Ob diese Verwaltungsstellen eigenständige juristische Personen oder unselbstständige Unternehmensteile sind, ist unerheblich⁷⁷³. Bei der Berechnung hat die Verwaltungsstelle für jeden Emittenten die Netto-Short-Positionen all jener Fonds und Portfolios zu aggregieren, hinsichtlich derer sie dieselbe Anlagestrategie⁷⁷⁴ im Sinne des Art. 12 Abs. 2 lit. a Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 verfolgt. In diese Berechnung einbezogen werden Positionen, die der Verwaltungsstelle von Dritten übertragen wurden. Positionen, die zwar von der betreffenden Verwaltungsstelle gehalten, deren effektive Verwaltung aber an Dritte übertragen wurde, sind bei der Berechnung hingegen nicht zu berücksichtigen. Die betreffende Verwaltungseinheit nimmt sodann eigenverantwortlich die Meldung bzw.

⁷⁶⁹ Der Inhalt der Delegierten Verordnung 918/2012 wird nachfolgend unter Ziffer III.A.8.c) dargestellt.

⁷⁷⁰ Vergleiche hierzu die Begründung in Europäische Kommission 05.07.2012a, § Erwägungsgrund Nr. 5.

⁷⁷¹ Eine „Verwaltungsstelle“ im Sinne der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 ist wie folgt definiert: „*„Verwaltungsstelle“ eine juristische Person oder Stelle, einschließlich eines Unternehmensbereichs, eines Referats oder einer Abteilung, die auf der Grundlage eines Mandats nach eigenem Ermessen Fonds oder Portfolios verwaltet*“. Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12 Abs.2c.

⁷⁷² Siehe hierzu Ziffer III.A.8.c) dieser Arbeit.

⁷⁷³ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12 Abs.2c).

⁷⁷⁴ „Anlagestrategie“ ist eine Strategie, die eine Verwaltungsstelle in Bezug auf einen bestimmten Emittenten verfolgt und die darauf abzielt, über Transaktionen mit verschiedenen von diesem Emittenten ausgegebenen oder mit ihm in Verbindung stehenden Finanzinstrumenten zu einer Netto-Leerverkaufs- oder Netto-Long-Position zu gelangen“. Vgl. Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12 Abs. 2 lit.a.

Offenlegung der errechneten Netto- Short- Position vor, soweit die entsprechenden Meldeschwellen erreicht oder überschritten sind⁷⁷⁵. Soweit eine Verwaltungsstelle Teil einer juristischen Person ist, die auch verwaltungsfremde Tätigkeiten ausübt (bspw. Eigenhandel betreibt), finden die vorstehend beschriebenen Berechnungsmethoden nur auf die tatsächlich verwaltend tätigen Einheiten/Verwaltungsstellen Anwendung⁷⁷⁶. Aufgrund verwaltungsfremder Tätigkeiten gehaltene Short-Positionen sind separat zu ermitteln und – soweit erforderlich – zu melden bzw. offenzulegen⁷⁷⁷.

(2) Berechnungsregeln im Konzern

Komplexe Sonderregeln gelten gemäß Art. 13 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 für die Berechnung von Netto-Short-Positionen juristischer Personen in „Gruppen“. Die Regelung dient der Berechnung von Netto-Short-Positionen im Konzern⁷⁷⁸. Werden Short-Positionen von unterschiedlichen juristischen Personen einer Gruppe gehalten, so werden zunächst für jede juristische Person die Netto-Short-Positionen separat errechnet. Sodann sind die Netto-Short-Positionen und die Netto-Long-Positionen aller juristischen Personen der Gruppe zu aggregieren und gegeneinander aufzurechnen. Soweit Netto-Short-Positionen in einem bestimmten Emittenten Melde- oder Offenlegungsschwelle erreicht oder überschreiten, ist dieser Sachverhalt von der kontrollierenden Obergesellschaft der Gruppe zu melden bzw. offenzulegen. Dies gilt allerdings nicht, soweit die Netto-Leerverkaufspositionen von einer Verwaltungseinheit im Sinne des Art. 12 Abs. 2 c) der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 gehalten werden – für die Berechnung und Meldung dieser Leerverkaufspositionen ist nicht die Gruppe, sondern die betreffende Verwaltungseinheit selbst zuständig⁷⁷⁹. Der Umstand, dass die Netto-Short-Positionen derartiger Verwaltungseinheiten nicht dem Konzern zugerechnet werden, wird mit dem Argument begründet, dass die nach eigenem Ermessen handelnden Verwaltungseinheiten ihre Entscheidungen regelmäßig unabhängig von der herrschenden Obergesellschaft trafen⁷⁸⁰.

⁷⁷⁵ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12 Abs.4.

⁷⁷⁶ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12, Abs. 5.

⁷⁷⁷ Vergleiche: Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 12, Abs. 6.

⁷⁷⁸ Krüger und Ludewig 2012, S. 1948; Mülbert und /Sajnovits 2012, S. 279. Vergleiche hierzu auch Art. 2 a) der Verordnung EU 918/2012, der den Begriff „Gruppe“ definiert als „juristische Personen, bei denen es sich um kontrollierte Unternehmen im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe f der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (3) handelt, und die natürliche oder juristische Person, die ein solches Unternehmen kontrolliert“. Vgl. Europäische Kommission 05.07.2012a, Art.2 a).

⁷⁷⁹ Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 13 Abs. 2.

⁷⁸⁰ Mülbert und /Sajnovits 2012, S. 279.

Soweit eine melde- oder offenlegungspflichtige Short- Positionen nicht auf Gruppenebene, wohl aber bei einer juristischen Person der Gruppe erreicht oder überschritten wird, so ist diese Short-Position von derjenigen juristischen Person zu melden bzw. offenzulegen, bei der die Position entstanden ist⁷⁸¹. Soweit eine Melde- oder Offenlegungsschwelle auf Gruppenebene, nicht aber bei einzelnen juristischen Personen der Gruppe erreicht oder überschritten wird oder wenn Melde- oder Offenlegungsschwellen sowohl auf Gruppenebene wie auch bei einzelnen juristischen Personen der Gruppe erreicht bzw. überschritten werden, hat eine zu diesem Zweck von der Gruppe benannte juristische Personen die Meldung bzw. die Offenlegung dieser Positionen vorzunehmen. Durch diese letztgenannte Regelung soll eine Doppelzählung der im Konzern entstandenen Netto-Short Positionen vermieden werden⁷⁸².

c) Technische Durchführung von Meldungen/ Offenlegungen

Das Reglement für die Meldung bzw. Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen richtet sich nach Art. 9 Verordnung (EU) 236/2012: Mitzuteilen sind danach die Identität der natürlichen oder juristischen Person, die die betreffende Position hält, der Umfang der betreffenden Netto-Short-Position, der Name des Emittenten, in dessen Papieren die Netto-Short Position gehalten wird und das Datum, zu dem die betreffende Position eröffnet, geändert oder geschlossen wurde. Netto- Leerverkaufspositionen sind um 24:00 Uhr eines jeden Handelstages zu berechnen und spätestens bis 15:30 Uhr des nachfolgenden Handelstages zu melden bzw. offenzulegen. Die Offenlegung von Netto-Short-Positionen gegenüber der Öffentlichkeit nach Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 erfolgt durch Einstellung der veröffentlichungspflichtigen Informationen in eine von der jeweils zuständigen Behörde verwalteten oder beaufsichtigten zentralen Website (Art. 9 Abs. 4 Verordnung (EU) 236/2012). Um EU- weite Transparenz zu gewährleisten, sind die auf den Websites der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden abrufbaren Leerverkaufsdaten mit der Website der European Securities and Markets Authority (ESMA) verlinkt⁷⁸³. Die BaFin

⁷⁸¹ Europäische Kommission 05.07.2012a, S. Art. 13 Abs.3, S.1.

⁷⁸² Krüger und Ludewig 2012, S. 1948.

⁷⁸³ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 9 Abs. 4, S. 2. Die Eine Auflistung aller Websites der nationalen Aufsichtsbehörden, auf denen die an den jeweiligen Aktienmärkten bestehenden Netto- Short- Positionen in Aktien abrufbar sind, stellt die ESMA bereit unter:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ssr_websites_ss_procedures.pdf (Stand: 10.06.2016).

stellt ein online abrufbares Melde-Formular⁷⁸⁴ zur Verfügung, mittels dessen der BaFin meldepflichtige Netto-Leerverkaufspositionen per Fax gemeldet werden können. Alternativ können Netto-Leerverkaufspositionen auch online über die Melde- und Veröffentlichungsplattform (MVP-Portal) der BaFin gemeldet werden⁷⁸⁵.

Im Jahr 2013 meldeten 233 Marktteilnehmer der BaFin mitteilungspflichtige Netto-Leerverkaufspositionen. Diese Meldungen betrafen insgesamt 6.702 Netto-Leerverkaufspositionen in 166 verschiedenen, an einem regulierten Markt oder für ein multilaterales Handelssystem zugelassene Aktien. Dies entspricht durchschnittlich 27 Mitteilungen pro Handelstag⁷⁸⁶. Im Jahr 2014 meldeten 247 Marktteilnehmer der BaFin mitteilungspflichtige Netto-Leerverkaufspositionen. Diese Meldungen betrafen insgesamt 8.568 Netto-Leerverkaufspositionen in 199 verschiedenen, an einem regulierten Markt oder für ein multilaterales Handelssystem zugelassene Aktien⁷⁸⁷.

Natürliche und juristische Personen, die signifikante Netto-Leerverkaufspositionen halten, haben für einen Zeitraum von fünf Jahren Aufzeichnungen über ihre melde- und offenlegungspflichtigen Short-Positionen aufzubewahren⁷⁸⁸.

Die Vorgaben der Verordnung (EU) 236/2012 hinsichtlich der Meldung bzw. Offenlegung von melde- bzw. veröffentlichungspflichtigen Netto-Leerverkaufspositionen werden durch die Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 sowie durch die Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 konkretisiert. Die vorstehend genannten Verordnungen werden nachfolgend unter den Ziffern III.A.8.a) - b) dieser Arbeit näher erläutert.

3. Die Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe

Die Verordnung (EU) 236/2012 statuiert ein weitgehendes Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe, das in einigen Punkten restriktiver, in anderen Aspekten aber auch flexibler ist, als das aus § 30h WpHG a.F. bekannte Verbot ungedeckter Leerverkäufe⁷⁸⁹.

⁷⁸⁴ Netto-Leerverkaufspositionen Mitteilung / Mitteilung nach Stornierung, abrufbar unter: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Formular/WA/fo_meldung_120319_transparenzpflichtNLP_Meldung.pdf?__blob=publicationFile&v=6 – Stand: 11.05.2016).

⁷⁸⁵ MVP-Portal der BaFin. Abrufbar unter: http://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/MVPportal/MVPportal_node.html (Stand: 11.05.2016).

⁷⁸⁶ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014b, S. 175.

⁷⁸⁷ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, S. 225.

⁷⁸⁸ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art.9 Abs.1 S. 2.

⁷⁸⁹ Mülbert in: Assmann und Schneider 2012, vor § 30h, Rdn. 5.

a) Anwendungsbereich

Gemäß Art. 1 Abs. 1 a) Verordnung (EU) 236/2012 findet die Leerverkaufsverordnung Anwendung auf Finanzinstrumente, die zum Handel an einem Handelsplatz in der Union zugelassen sind, auch wenn diese Finanzinstrumente außerhalb eines Handelsplatzes gehandelt werden. Als Handelsplatz im Sinne der Verordnung gelten sowohl regulierte Märkte, wie auch multilaterale Handelssysteme (MTF)⁷⁹⁰. Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 gelten grundsätzlich auch für im Freiverkehr (OTC) und für in Drittstaaten getätigte Geschäfte⁷⁹¹. Geschäfte in Aktien eines Unternehmens, die zwar zum Handel an einem Handelsplatz in der Union zugelassen sind, deren Haupthandelsplatz sich aber in einem Drittland befindet, unterfallen allerdings nicht dem Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012⁷⁹².

b) Begriffsdefinitionen („Leerverkauf“ und „Eigentum“)

Der Umfang der durch Art. 12 Verordnung (EU) Nr. 236/ 2012 festgelegten Leerverkaufsbeschränkungen hängt wesentlich von der Definition der für die Leerverkaufsverordnung zentralen Begriffe „Leerverkauf“ und „Eigentum“ ab. Der Ordnungsgeber hat diese beiden zentralen Begriffe in eher allgemeiner Art und Weise bereits in der Leerverkaufsverordnung selbst, und in detaillierter Weise in der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 definiert⁷⁹³. Eine konkretisierende Definition dieser zentralen Begriffe mittels einer Delegierten Verordnung war aufgrund der in diesem Punkt begrifflich und rechtstechnisch vielfach stark divergierenden nationalen Rechtsordnungen der EU- Mitgliedsstaaten erforderlich⁷⁹⁴.

Als Leerverkauf in Aktien definiert Art. 2 Abs. 1b) der Verordnung (EU) 236/2012:

„einen Verkauf von Aktien (...), die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden, einschließlich eines

⁷⁹⁰ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 2, Abs.1 I).

⁷⁹¹ Vgl. auch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2012, S. 2, Fragen 3 & 5.

⁷⁹² Zur Nichtanwendbarkeit des Leerverkaufsverbotes auf Aktien, deren Haupthandelsplatz sich in einem Drittland befindet. Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 16, Abs. 1.

⁷⁹³ Eine ausführliche Darstellung der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 erfolgt nachfolgend unter Ziffer III.A.8.c)

⁷⁹⁴ Zum Bemühen, durch die Formulierung einheitlicher Begriffsbestimmungen zu einer konvergenten Rechtsanwendung in den Mitgliedsstaaten der EU zu gelangen, vergleiche: Europäische Kommission 05.07.2012a, Vorbemerkung 3.

Verkaufs, bei dem der Verkäufer zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung die Aktien (...) geliehen hat oder eine Vereinbarung getroffen hat, diese zu leihen, um sie bei der Abwicklung zu liefern“.

Die durch die Verordnung (EU) 236/2012 bestimmte Leerverkaufsdefinition ist insofern restriktiver als die in § 30h WPHG a.F. enthaltene Leerverkaufsdefinition, als sie nicht mehr an das Ende des Tages, an dem der Leerverkauf durchgeführt wurde anknüpft, sondern auf den Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses abstellt. Damit untersagt Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 auch – anders als noch § 30h WpHG a.F. – untertägige ungedeckte Aktienleerverkäufe⁷⁹⁵. Anders als die Regelung des § 30h WpHG a.F. – die einen Leerverkauf bei Vorliegen eines Wertpapierdarlehens bereits begrifflich ausschloss, definiert Art. 2 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 auch einen durch ein Wertpapierdarlehen oder eine vergleichbare Vereinbarungen gedeckten Wertpapierverkauf als „Leerverkauf“. Diese vergleichsweise weite Definition wird allerdings durch die explizite Herausnahme einiger gedeckter Leerverkaufsvarianten in Art. 2 Abs. 1 b) i-iii sowie durch die in Art. 12 Abs.1 a) - c) enthaltenen Erlaubnistatbestände der Verordnung (EU) 236/2012 entschärft⁷⁹⁶.

Der für die Leerverkaufsdefinition des Art. 2 Abs. 1b) der Verordnung (EU) 236/2012 zentrale Begriff des „Eigentums“ wird durch Art. 3 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 konkretisiert. Aufgrund der bereits vorstehend angesprochenen Vielgestaltigkeit der Eigentumsbegriffe in den unterschiedlichen europäischen Rechtsordnungen arbeitet Art. 3 Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 mit zwei Eigentumsbegriffen: Dem Begriff des *juristischen* und dem des *wirtschaftlichen* Eigentums. Grundsätzlich soll die Zuordnung Wertpapiers, dass unterschiedliche juristische und wirtschaftliche Eigentümer hat, nach dem für den jeweiligen Leerverkauf dieses Wertpapiers geltenden nationalen Recht erfolgen. Soweit das *juristische* und *wirtschaftliche* Eigentum an einem Wertpapier auseinanderfallen, soll gemäß Art. 3 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 das wirtschaftliche Eigentum maßgeblich sein. Den Begriff des wirtschaftlichen Eigentums – der dem deutschen Sachenrecht fremd ist – wird als das Innehaben einer Position definiert, in der das mit dem Erwerb des betreffenden Finanzinstruments verbundene wirtschaftliche Risiko getragen wird.

⁷⁹⁵ Vgl. § 30h Abs.1, S.4 WpHG a.F.: „Ein ungedeckter Leerverkauf liegt vor, wenn der Verkäufer am Ende des Tages, an welchem das Geschäft abgeschlossen wurde (...) nicht Eigentümer sämtlicher verkauften Wertpapiere ist und (...)“ / Art. 2 Abs. 1b) Verordnung (EU) 236/2012: „Leerverkauf“ im Zusammenhang mit Aktien oder Schuldinstrumenten einen Verkauf von Aktien oder Schuldinstrumenten, die sich zum Zeitpunkt des Eingehens der Verkaufsvereinbarung nicht im Eigentum des Verkäufers befinden (...)“.

⁷⁹⁶ Zu den Ausnahmen des Art. 2 Abs. 1 b) i-iii der Verordnung (EU) 236/2012 siehe Ziffer III.A.b)(1) und c).

Das wirtschaftliche Risiko eines Wertpapiers trägt regelmäßig diejenige Person, die das Marktrisiko (Kursentwicklung) trägt und der die Erträge des Wertpapiers (Dividende, Zinsen) zustehen⁷⁹⁷. Soweit mehrere juristische oder natürliche Personen wirtschaftliche Eigentümer eines Wertpapiers sind, gilt gemäß Art. 3 Abs. 1 S. 2 Verordnung (EU) 918/2012 der an letzter Stelle stehende wirtschaftliche Eigentümer als Eigentümer im Sinne der Verordnung. In der Praxis bedeutet dies, dass der Verkauf einer Aktie durch denjenigen, dem die betreffende Aktie nach sachenrechtlichen Grundsätzen zugeordnet ist, gleichwohl als Leerverkauf zu qualifizieren sein kann, wenn diesem nicht auch das wirtschaftliche Risiko der verkauften Aktie zugeordnet ist. Verkauft dagegen ein Treugeber eine Aktie, so treffen ihn – trotz der rechtlichen Zuordnung der Aktie an den Treunnehmer – als *ultimate beneficial owner* die wirtschaftlichen Folgen seines Handelns, so dass in diesem Fall – abhängig von der jeweils anwendbaren nationalen Rechtsordnung und dem Inhalt der Treuhandvereinbarung – kein Leerverkauf gegeben sein muss⁷⁹⁸.

(1) Ausschlussstatbestände (Kein Vorliegen eines Leerverkaufs)

Die Leerverkaufsverordnung sieht in Art. 2 Abs. 1 i)-iii) Verordnung (EU) 236/2012 drei Tatbestände vor, die nicht den Begriff des „Leerverkaufs“ im Sinne der Leerverkaufsverordnung erfüllen sollen. Diese drei Tatbestände erfahren in der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 eine Präzisierung⁷⁹⁹:

Die Ausnahmetatbestände des Art. 2 Abs. 1 i)-iii) der Verordnung (EU) 236/2012 betreffen:

- den Verkauf von Wertpapieren im Rahmen bestimmter Rückkaufvereinbarungen, wenn diese für den Verkauf und den Rückkauf der Wertpapiere festgesetzte Kurse vorsehen (Art. 2 Abs.1 i) Verordnung (EU) 236/2012).
- die Übertragung von Wertpapieren im Rahmen einer Wertpapierdarlehensvereinbarung. (Art. 2 Abs. 1 ii) Verordnung (EU) 236/2012).

⁷⁹⁷ Vgl. Schlimbach 2015, S. 109

⁷⁹⁸ Vgl. Schlimbach 2015, S. 109

⁷⁹⁹ Eine ausführliche Darstellung der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 erfolgt unter Ziffer III.A.8.c)

- Den Abschluss von Termin- oder Derivatekontrakten über den Verkauf von Wertpapieren zu einem festgelegten Kurs zu einem künftigen Zeitpunkt (Art. 2 Abs. 1 iii) Verordnung (EU) 236/2012).

Die vorstehend genannten Ausnahmetatbestände werden durch die nachfolgend vorgestellten, in Art. 3 Abs. 2 a)-c) der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 genannten Ausnahmetatbestände ergänzt. Nicht als Leerverkäufe im Sinne des Art. 2 Abs.1 lit. b) der Verordnung EU 236/2012 sind demnach folgende Geschäfte zu qualifizieren:

- Der Verkauf von Finanzinstrumenten, die im Rahmen einer Wertpapierleihe oder eines Repo-Geschäfts übertragen worden sind, sofern die Wertpapiere entweder zurückgegeben werden oder die übertragende Partei die Wertpapiere zurückfordert, so dass das Geschäft bei Fälligkeit abgewickelt werden kann (Art. 3 Abs.2 a) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012)⁸⁰⁰.
- Der Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die das Finanzinstrument vor dem Verkauf erworben, zum Zeitpunkt des Verkaufs aber nicht empfangen hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert wird, der die fälligkeitsgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet (Art. 3 Abs.2 b) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012)⁸⁰¹.
- Der Verkauf eines Finanzinstruments durch eine natürliche oder juristische Person, die eine Option oder einen ähnlichen Anspruch auf dieses Finanzinstrument ausgeübt hat, sofern das Finanzinstrument zu einem Zeitpunkt geliefert wird, der

⁸⁰⁰ In diesen Fällen ist der Verkäufer zum Verkaufszeitpunkt zwar nicht zwingend Eigentümer des verkauften Wertpapiers im juristischen Sinne. Er trägt aber das mit dem Wertpapier verbundene wirtschaftliche Risiko (*ultimate beneficial ownership*). Zudem wird durch diese Ausnahme auch die rechtzeitige Erfüllung des Leerverkaufs nicht gefährdet. Zur näheren Begründung vergleiche: European Securities and Markets Authority 2012a, S. 8, Rdn. 5.

⁸⁰¹ In Deutschland aber auch in vielen anderen Mitgliedsstaaten der EU erlangt der Erwerber erst mit der Lieferung und Buchung der gekauften Aktie in sein Depot Eigentum an der erworbenen Aktie. Dieser Vorgang dauert in der Regel 2-3 Tage. Gleichwohl muss es dem Käufer einer Aktie möglich sein, diese sofort – also auch bereits vor der tatsächlichen Lieferung - weiter zu verkaufen. Andernfalls könnte nicht mehr auf kurzfristige Marktveränderungen reagiert werden und Marktverwerfungen wären zu befürchten. Da auch in diesem Fall der Verkäufer zwar ggf. nicht Eigentümer des verkauften Wertpapiers im juristischen Sinne ist, wohl aber das wirtschaftliche Risiko des Wertpapiers trägt, ist die Herausnahme dieses Sachverhaltes aus der Leerverkaufsdefinition konsequent. Zur näheren Begründung vergleiche: European Securities and Markets Authority 2012a, S. 8, Rdn. 6.

die fälligkeitsgerechte Abwicklung des Geschäfts gewährleistet kann (Art. 3 Abs.2 c) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012)⁸⁰².

Die vorstehend aufgeführten Ausnahmetatbestände kommt eher deklaratorische Bedeutung zu, da sie allesamt Fälle betreffen, in denen der Verkäufer als *wirtschaftlicher Eigentümer* im Sinne des Art. 3 Abs.1 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 ohnehin Eigentümer im Sinne von Art. 2 Abs.1 b) Verordnung (EU) 236/2012 ist, dessen Verkäufe nicht als Leerverkäufe im Sinne der Leerverkaufsverordnung zu werten sind. Angesichts der teilweise stark divergenten Rechtsbegrifflichkeiten in den einzelnen EU- Mitgliedsstaaten hielt es der Verordnungsgeber aber gleichwohl für erforderlich, durch eine möglichst umfassende und detaillierte Benennung von Ausnahmetatbeständen für eine einheitliche Leerverkaufsregulierung zu sorgen⁸⁰³.

c) Zulässigkeit gedeckter Aktienleerverkäufe

Gedekte Aktienleerverkäufe sind nach der Verordnung (EU) 236/2012 weiterhin zulässig. Die notwendige Deckung des Leerverkaufs kann gemäß Art. 12 Abs.1 a-c Verordnung (EU) 236/2012 mittels eines Wertpapierdarlehens oder einer vergleichbaren Vorkehrung getroffen werden. Ausreichend ist auch der bloße Abschluss einer Leihvereinbarung oder einer andersartigen Vereinbarung, die dem Leerverkäufer einen unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übertragung der leerverkauften Wertpapiere einräumt. Anders als nach § 30h WpHG a.F. ist zudem auch ausdrücklich die Deckung eines Leerverkaufs mittels eines sogenannten „Locate“ möglich⁸⁰⁴. Insofern gewährt die neue EU- Leerverkaufsregulierung etwas mehr Flexibilität als die deutsche Vorgängerregelung des § 30h WpHG a.F., die derartige „Locates“ nur unter restriktiven Voraussetzungen vorsah⁸⁰⁵.

Eine Konkretisierung der weiterhin zulässigen Geschäftspraktiken erfolgt in den Art. 5-8 der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012. Die vorstehend genannten Vorschriften definieren,

⁸⁰² Dieser Fall entspricht in wirtschaftlicher Hinsicht weitgehend dem Rückruf eines durch Wertpapierleihe oder Repo- Geschäfts übertragenen Wertpapiers (Art. 3, Abs.2, lit a) Verordnung 918/2012). Auch hier ist der Verkäufer letztlich derjenige, der das wirtschaftliche Risiko des Wertpapiers trägt. Zur näheren Bründung vergleiche: European Securities and Markets Authority 2012a, S. 8, Rdn.7.

⁸⁰³ European Securities and Markets Authority 2012a, S. 8, Rdn. 4.

⁸⁰⁴ Gemäß Art. 12 Abs.1c) ist ein Leerverkauf auch dann zulässig wenn der Leerverkäufer von einem Dritten die Zusage erhalten hat, dass die Aktie lokalisiert wurde und dieser Dritte Maßnahmen ergriffen hat, die die Annahme rechtfertigen, dass der Leerverkauf bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.

⁸⁰⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2011b, Frage 15; Mülbart in: Assmann und Schneider 2012, § vor §30h, Rdn. 5.

welche Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen zur Deckung von Leerverkäufen abgeschlossen werden können⁸⁰⁶.

(1) Wertpapierleihe oder rechtlich gleichwertiges Geschäft

Soweit der Leerverkäufer die leer verkaufte Aktie vor dem Verkauf geliehen oder eine vergleichbare Vorkehrung getroffen hat, ist dieser Verkauf gemäß Art. 12 Abs. 1 a) Verordnung (EU) 236/2012 zulässig. Einer Wertpapierleihe rechtlich vergleichbar im Sinne der vorstehend genannten Vorschrift sind auch Repurchase Transactions, Pensionsgeschäfte und Buy and Sell Back Agreements, da all diese Geschäfte – vergleichbar einer Wertpapierleihe – im Regelfall mit einem (jedenfalls vorübergehenden) Eigentumserwerb des Leerverkäufers einhergehen⁸⁰⁷.

Bei Leerverkäufen, die mit aus den vorstehend genannten Transaktionen herrührenden Wertpapieren durchgeführt werden, handelt es sich – aufgrund des infolge der jeweiligen Transaktion erfolgenden Eigentumserwerbs des Leerverkäufers an den nachfolgend leer verkauften Wertpapieren – um gedeckte Leerverkäufe, die nach dem ausdrücklich erklärten Willen des Ordnungsgebers zulässig und möglich sein sollen⁸⁰⁸.

(2) Leihvereinbarung oder unbedingt durchsetzbarer Übertragungsanspruch

Gemäß Art. 12 Abs. 1 b) der Verordnung (EU) 236/2012 sind Aktienleerverkäufe auch dann zulässig, wenn der Verkäufer vor dem Leerverkauf eine Leihvereinbarung oder eine vergleichbaren Vereinbarung abgeschlossen hat, die ihm einen vertragsrechtlich oder eigentumsrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übertragung des Eigentums an einer der Anzahl der leer verkauften Wertpapiere entsprechenden Zahl von Wertpapieren derselben Gattung verschafft. Auch im Kontext dieser Vorschrift ist der Begriff „Eigentum“ im Sinne einer *ultimate beneficial ownership* bzw. einer *wirtschaftlichen Rechtsinhaberschaft* zu verstehen. Eine dem Art. 12 Abs. 1 b) der Verordnung (EU) 236/2012 vergleichbare

⁸⁰⁶ Eine detaillierte Darstellung der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 erfolgt unter Ziffer III.A.8.b) dieser Arbeit.

⁸⁰⁷ Zur strukturellen Gleichartigkeit von Wertpapierdarlehen, Repo-Agreements, Pensionsgeschäften und Buy and Sell Back Agreements vergleiche: Kienle in: Schimansky et al. 2011, § § 105, Rdn. 1.

⁸⁰⁸ So auch Mülbert & Sajnovits, die aufgrund des Eigentumserwerbs des Leerverkäufers an den leer verkauften Wertpapieren infolge der zuvor durchgeführten Wertpapierleihe bzw. eines vergleichbaren Geschäfts bezweifeln, dass es sich bei einem solchen Aktienverkauf überhaupt um einen Leerverkauf im Sinne des Art. 2 Abs. 1 lit. b) Verordnung EU 236/2012 handelt.: Mülbert und /Sajnovits 2012, S. 271.

Regelung sah bereits der inzwischen aufgehobene § 30h Abs. 1 WpHG a.F. vor. Der neue Erlaubnistatbestand der Verordnung (EU) 236/2012 ist allerdings durch die in Artikel 5 Abs. 1 a)-f) der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012⁸⁰⁹ erfolgenden Konkretisierung sehr viel detaillierter ausgestaltet als die vergleichbare Regelung des § 30h Abs. 1 WpHG a.F.

Voraussetzung einer jeden Leihvereinbarung bzw. einer rechtlich vergleichbaren Vereinbarung ist, dass sie vor oder gleichzeitig mit dem Leerverkauf abgeschlossen wird, dass sie zumindest die Anzahl der leer verkauften Aktien abdeckt, dass sie für die gesamte Dauer des Leerverkaufs rechtsverbindlich ist und dass sie die rechtzeitige Erfüllung der aus dem Leerverkauf resultierenden Lieferpflichten ermöglicht⁸¹⁰. Soweit die vorstehenden Bedingungen erfüllt werden, kommen die folgenden schuldrechtlichen Vereinbarungen zur Deckung von Aktienleerverkäufen in Betracht:

- Termingeschäfte und Swaps, soweit diese die physische Lieferung der betreffenden Aktien vorsehen (Art. 5 Abs. 1 a) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).
- Optionen, soweit diese die physische Lieferung von Aktien vorsehen (Art. 5 Abs. 1 b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).
- Rückkaufvereinbarungen, soweit der Rückkauftermin so gewählt ist, dass die fristgerechte Erfüllung des Leerverkaufs gewährleistet ist (Art. 5 Abs. 1 c) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).
- Ständige Vereinbarungen oder rollierende Fazilitäten, soweit diese eine ausreichend sichere Gewähr dafür bieten, dass die aus dem Leerverkauf resultierenden Lieferpflichten rechtzeitig erfüllt werden können⁸¹¹ (Art. 5 Abs. 1 d) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).
- Bezugsrechtsvereinbarungen, die zur Zeichnung neuer Aktien der gleichen Kategorie desjenigen Emittenten berechtigen, dessen Aktien leer verkauft werden sollen (Art. 5 Abs. 1 e) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).
- Sonstige Ansprüche oder Vereinbarungen, die die Lieferung der Aktien zum Gegenstand haben, soweit diese die rechtzeitige und vollständige Erfüllung der aus

⁸⁰⁹ Eine detaillierte Darstellung der diesbezüglich einschlägigen Vorschriften der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 erfolgt im nachfolgenden Absatz.

⁸¹⁰ Vergleiche: Art. 5 Abs. 1 lit. a)-f) Verordnung EU 827/2012.

⁸¹¹ Die ständige Vereinbarung oder die rollierende Fazilität muss die Anzahl an Aktien abdecken, die leer verkauft werden soll. Sie muss zudem einen Liefer- oder Ausführungstermin vorsehen, der gewährleistet, dass der Leerverkauf bei Fälligkeit abgewickelt werden kann.

dem Leerverkauf resultierenden Lieferpflichten gewährleisten⁸¹² (Art. 5 Abs. 1 f) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).

Zur Vermeidung von Beweisschwierigkeiten sieht Art. 5 Abs. 2 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 eine Dokumentationspflicht für alle vorstehend genannten Deckungsvereinbarungen vor: Gemäß dieser Vorschrift hat die jeweilige Gegenpartei des Leerverkäufers diesem die geschlossene Vereinbarung bzw. die Zusicherung eines entsprechenden Anspruchs auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung zu stellen.

(3) Lokalisierung von Wertpapieren durch Dritte („Locate- Agreement“)

Gemäß Art. 12 Abs.1 c) Verordnung (EU) 236/2012 dürfen Aktienleerverkäufe auch durchgeführt werden, wenn sich der Leerverkäufer die zu verkaufenden Aktien zuvor mittels eines „locate- agreement“ gesichert hat, aufgrund dessen er berechtigterweise darauf vertrauen darf, den Leerverkauf bei Fälligkeit erfüllen und die leerverkauften Wertpapiere fristgerecht liefern zu können. Die Bedingungen eines solchen locate- agreements wurden gemäß Art. 12 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 unter Mitarbeit der ESMA von der Europäischen Kommission mittels der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 konkretisiert⁸¹³.

Die der US- amerikanischen Leerverkaufsregulierung entlehene locate- rule⁸¹⁴ bietet dem Leerverkäufer im Vergleich zu dem Erfordernis, die leer verkauften Aktien vor dem Leerverkauf mittels eines Wertpapierdarlehens zu beschaffen, ein erhöhtes Maß an Flexibilität, das letztlich der Liquidität des Wertpapierhandels zugutekommt. Aufgrund der locate-rule müssen bspw. besonders liquide, leicht beschaffbare Wertpapiere vor Durchführung des Leerverkaufs nicht mittels eines Wertpapierdarlehens beschafft werden. Das erspart dem Leerverkäufer die für ein Wertpapierdarlehen aufzubringenden Kosten und es erhöht die Flexibilität und die Liquidität des Wertpapierhandels. Allerdings ist die Lokalisierung von Wertpapieren an strenge Bedingungen geknüpft: Eine

⁸¹² Erforderlich ist auch hier, dass die betreffende Vereinbarung zumindest die Anzahl der leer verkauften Aktien abdeckt, dass sie vor oder zeitgleich mit dem Leerverkauf angeschlossen wird, dass sie für die gesamte Dauer des Leerverkaufs rechtsverbindlich ist und dass sie die rechtzeitige Erfüllung der aus dem Leerverkauf resultierenden Lieferpflichten ermöglicht.

⁸¹³ Vgl. Art. 6 & 8 Durchführungsverordnung EU 827/2012.

⁸¹⁴ Eine dem Art. 12 Abs. 1 lit. c) vergleichbare locate- rule wurde bereits 2004 von der US- Finanzmarktaufsicht SEC durch die Regulation SHO (Rule 203) in den Code of Federal Regulation eingefügt (17 CFR 242.203b). vergleiche: Securities and Exchange Commission 2004a, Rn. V.

Lokalisierungszusage kann nur von gesetzlich definierten Marktakteuren erteilt werden und muss zudem den in der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 definierten Anforderungen genügen.

(a) Für eine Lokalisierungszusage taugliche Personen

Wer dem Leerverkäufer eine Lokalisierungszusage hinsichtlich der leer zu verkaufenden Wertpapiere erteilen kann, regelt Art. 8. Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 abschließend⁸¹⁵: Von den zahlreichen in Art. 8 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 aufgezählten Marktakteuren sind im Zusammenhang mit Aktienleerverkäufen namentlich mit der Verwaltung, der Leihe oder dem Ankauf von Aktien befasste Wertpapierfirmen⁸¹⁶, zentrale Gegenparteien sowie Wertpapierliefer- und -Abrechnungssysteme, über die die betreffenden Aktien geliefert und abgerechnet werden,⁸¹⁷ relevant⁸¹⁸. Neben den vorgenannten Marktakteuren können gemäß Art. 8 Abs. 1 f) - g) Durchführungsverordnung (EU) 227/2012 zudem auch Akteure, die nach Unionsrecht einer Zulassung oder Registrierung durch ein Mitglied des europäischen Finanzaufsichtssystems bedürfen, oder die in einem Drittland zugelassen oder registriert sind und dort von einer mit der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörde kooperierenden Behörde überwacht werden, als „Dritte im Sinne des Art. 8 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 Lokalisierungszusagen erteilen. Wertpapierfirmen und Marktakteure der beiden letztgenannten Kategorien müssen, um sich als „Dritte“ im Sinne des Art. 12 Abs. 1. c) Verordnung (EU) 236/2012 zu qualifizieren, nachweisen, dass sie an der Verwaltung der Leihe oder des Ankaufs der betreffenden Aktien beteiligt sind (Art. 8 Abs. 2 a) - b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012). Auf Nachfrage der zuständigen Aufsichtsbehörde müssen diese Marktakteure zudem statistisch untermauert belegen, dass die dem Aktienleerverkäufer im Wege des locate- agreements zugesagten Aktien rechtzeitig liefern werden bzw. dass auf Basis des locate agreements abgeschlossene Leerverkäufe firstgerecht erfüllt werden können (Art. 8 Abs. 2 a) - b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).

⁸¹⁵ Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012. Europäische Kommission 29.06.2012b.

⁸¹⁶ Vgl. Durchführungsverordnung EU 827/2012 Art. 8 Abs. 2 lit a).

⁸¹⁷ Konkret gemeint sind Wertpapierliefer- und -Abrechnungssysteme im Sinne der Richtlinie 98/26/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998, über die Vgl. Art. 8 Abs. 1 lit c) Durchführungsverordnung 827/2012.

⁸¹⁸ Die in Art. 7 Abs. 1 lit. d)- e) Verordnung EU 827/2012 als taugliche „Dritte“ im Sinne des Art. 12 Abs.1 lit. c) Verordnung (EU) 236/2012 qualifizierten Akteure (Zentralbanken, nationale Schuldenverwaltungsstellen öffentlicher Emittenten) spielen dagegen ausschließlich im Zusammenhang mit Leerverkäufen in öffentlichen Schuldtiteln eine Rolle.

(b) Art der Lokalisierung

Die Lokalisierung von Wertpapieren erfolgt in der Regel gemäß Art. 6 Abs. 2 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 im Wege von *Standardlokalisierungszusagen*. Dem Erfordernis derartiger Standardlokalisierungszusagen genügen so genannte *Lokalisierungsbestätigungen* oder *Lokalisierungsvormerkungen*. Erstere erfordern, dass der die Lokalisierung vornehmende Dritte dem Leerverkäufer vor Durchführung des Leerverkaufs bestätigt, die für den Leerverkauf benötigten Aktien rechtzeitig zur fristgerechten Abwicklung des Leerverkaufs zur Verfügung stellen zu können. Diese Zusage hat unter Berücksichtigung der aktuellen Marktbedingungen und der Anzahl der leer zu verkaufenden Aktien zu erfolgen. Zudem muss der Dritte erklären, für welchen Zeitraum seine Lokalisierungsbestätigung gilt⁸¹⁹. Bei einer *Lokalisierungsvormerkung* erklärt der die Vormerkung vornehmende Dritte gegenüber dem Leerverkäufer, die für den Leerverkauf benötigten Aktien für diesen vorgemerkt zu haben⁸²⁰.

Für Lokalisierungszusagen, die erst am Tag des beabsichtigten Leerverkaufs eingeholt werden, gelten gemäß Art. 6 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012 besonders strenge Voraussetzungen: Zunächst hat der Leerverkäufer den die Lokalisierung leistenden Dritten um die Bestätigung zu ersuchen, dass die für den Leerverkauf benötigten Aktien am Tag des Leerverkaufs angekauft werden können (*Bestätigungersuchen*)⁸²¹. Der Dritte muss sodann vor Durchführung des Leerverkaufs und in Kenntnis der Marktlage und der zur Deckung des Leerverkaufs benötigten Anzahl von Aktien die fristgerechte Beschaffung angefragten Aktien zusagen (*Lokalisierungsbestätigung*)⁸²². Der die Lokalisierung vornehmende Dritte kann dem Leerverkäufer alternativ auch bestätigen, dass die von diesem im Wege des Bestätigungersuchens angefragten Aktien unter Berücksichtigung der benötigten Anzahl und der Marktlage unproblematisch beschafft werden können, oder dass er die benötigten Aktien für den Leerverkäufer vorgemerkt hat⁸²³. Der Leerverkäufer muss zudem vor Durchführung des Leerverkaufs zusagen, den nicht durch Käufe gedeckten Teil des Leerverkaufs zu überwachen⁸²⁴ und in dem Fall, dass ein durchgeführter Leerverkauf nicht durch am selben Tag erfolgende Aktienkäufe gedeckt werden kann, den eine Lokalisierung vornehmenden

⁸¹⁹ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 2 lit.a.

⁸²⁰ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 2 lit.b.

⁸²¹ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 3 lit.a.

⁸²² Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 3 lit.b.

⁸²³ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 3 lit.c.

⁸²⁴ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 3 lit.d.

Dritten umgehend anzuweisen, die zur fristgerechten Abwicklung des Leerverkaufs benötigten Aktien zu beschaffen⁸²⁵. Die Sicherung eines Aktienleerverkaufs mittels eines erst am Tag des Leerverkaufs abgeschlossenen locate- agreements stellt an den Leerverkäufer folglich erhöhte Sorgfalts- und Überwachungsanforderungen.

Für besonders liquide Aktien – als solche gelten gemäß Art. 22 Verordnung (EG) 1287/2006⁸²⁶ Aktien, die an einem geregelten Markt zugelassen sind, die täglich gehandelt werden, bei denen der Streubesitz nicht weniger als 500 Mio. EUR beträgt und bei denen entweder die durchschnittliche tägliche Zahl der Geschäfte nicht unter 500 Aktien oder der durchschnittliche Tagesumsatz nicht unter 2 Mio. EUR liegt – und für in großen Indizes geführte Basiswerte von Derivate-Kontrakten gelten gemäß Art. 6 Abs. 4 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 etwas gelockerte locate- Erfordernisse: Hier kann der im Auftrag des Leerverkäufers die Lokalisierung vornehmende Dritte entweder eine förmliche *Lokalisierungsbestätigung* im Sinne von Art. 6 Abs. 2 a) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 abgeben. Es genügt aber auch eine dem Leerverkauf vorangehende Bestätigung des die Lokalisierung vornehmenden Dritten, dass die angefragten Aktien unter Berücksichtigung der Marktbedingungen ohne Weiteres in der erforderlichen Menge geliehen oder erworben werden können oder aber, dass die angefragte Anzahl an Aktien für den Leerverkäufer vorgemerkt ist (Art. 6 Abs. 4 b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).

Das Bestehen der vorstehend dargestellten Zusagen, Bestätigungen und Anweisungen ist gemäß Art. 6 Abs. 5 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 aus Gründen der Beweissicherung von dem die Lokalisierungszusage erteilenden Dritten auf einem dauerhaften Datenträger zur Verfügung zu sichern.

4. Ausnahmetatbestände für „Exempted Shares“, für Market-Maker, sowie für Primärmarktstätigkeiten

Die Verordnung (EU) 236/2012 sieht aus Praktikabilitätsgründen aber auch aus Gründen der Liquiditätssicherung des Wertpapierhandels verschiedene Ausnahmen für die Transparenz- und Verbotstatbestände der Leerverkaufsverordnung vor:

⁸²⁵ Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012, Art. 6 Abs. 3 lit.e.

⁸²⁶ Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 der Kommission vom 10. August 2006, Amtsblatt der Europäischen Union vom 2.9.2006, L 241/1 - L 241/20.

Gemäß Art. 16 Abs.1 Verordnung (EU) 236/2012 sind Aktien von Unternehmen, deren Haupthandelsplatz sich in einem Drittland befindet („Exempted Shares“), aus Effizienzgründen von den Transparenzvorschriften der Verordnung ausgenommen⁸²⁷. Die Feststellung, welche Aktientitel dem Ausnahmetatbestand des Art. 16 unterfallen, ist gemäß Art. 16 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 von den nationalen Aufsichtsbehörden zu treffen⁸²⁸. Die ESMA, veröffentlicht in Kooperation mit den nationalen Aufsichtsbehörden alle zwei Jahre eine Liste derjenigen Aktien, deren Haupthandelsplatz sich in einem Drittland befindet.⁸²⁹

Wichtiger als die Ausnahmeregelung des Art. 16 ist der in Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 kodifizierte Ausnahmetatbestand für Market-Making-Tätigkeiten sowie für Primärmarktaktivitäten. Dieser Ausnahmetatbestand dient der Sicherung der Markteffizienz- und Marktliquidität. Eine Anwendung der Transparenz- und Verbotsvorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung auf Market-Making- Aktivitäten könnte nach Auffassung des Verordnungsgebers die Fähigkeit der Market-Maker, Liquidität bereit zu stellen, behindern und die Effizienz der Märkte in der Union erheblich beeinträchtigen. Der Verordnungsgeber sieht in dieser Ausnahme keine Gefährdung der Marktstabilität, da im Rahmen von Market-Making-Tätigkeiten eingegangene Leerverkaufspositionen im Regelfall in sowohl in zeitlicher wie auch in quantitativer Hinsicht begrenzt sind⁸³⁰.

Auf Market-Making Tätigkeiten finden gemäß Art. 17 Abs.1 Verordnung (EU) 236/2012 die Artikel 5⁸³¹, 6⁸³², 7⁸³³, 12⁸³⁴, 13⁸³⁵ und 14⁸³⁶ der EU-Leerverkaufsverordnung keine Anwendung. Damit sind auf Aktienleerverkäufe die im Rahmen von Market-Making-Tätigkeiten erfolgen, weder die Transparenzvorschriften, noch das Verbot ungedeckter

⁸²⁷ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund Nr. 25.

⁸²⁸ Die Methode zur Berechnung des Umsatzes zwecks Bestimmung des Haupthandelsplatzes einer Aktie ist in Art. 6 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 geregelt. Durchführungsbestimmungen finden sich in Art. 9-12 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012.

⁸²⁹ Die nach Art. 16 Abs. 2 S. 3 Verordnung (EU) 236/2012 von der ESMA zu veröffentlichende Liste („exempted shares“) ist abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/page/List-exempted-shares> (Stand: 07.04.2016). Die Liste von 04.04.2016 enthielt 10.887 Aktientitel.

⁸³⁰ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund Nr. 26.

⁸³¹ Artikel 5: Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien an die zuständigen Behörden.

⁸³² Artikel 6: Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit.

⁸³³ Artikel 7: Meldung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln an die zuständigen Behörden.

⁸³⁴ Artikel 12: Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe in Aktien.

⁸³⁵ Artikel 13: Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe von öffentlichen Schuldtiteln.

⁸³⁶ Artikel 14: Beschränkungen für ungedeckte Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel.

Leerverkäufe der Verordnung (EU) 236/2012 anwendbar. Market-Making kann gemäß Art. 2 Abs.1 k) Verordnung (EU) 236/2012 von Wertpapierfirmen, Kreditinstituten, Körperschaften eines Drittlands oder von bestimmten lokalen Wertpapierdienstleistungs- und Anlagefirmen im Sinne des Art. 2 Absatz 1 l) der Richtlinie 2004/39/EG⁸³⁷ geleistet werden. Es zeichnet sich durch die Erfüllung mindestens einer der beiden nachfolgend beschriebenen Funktionen aus:

- Die Liquiditätsversorgung des Marktes durch das Stellen fester, zeitgleicher An- und Verkaufs- Kurse in vergleichbarer Höhe zu wettbewerbsfähigen Preisen sowie die Absicherung der hiermit einhergehenden Positionen.
- Die Ausführung von Kundenaufträgen oder Aufträgen, die sich aus einem Handelsauftrag des Kunden ergeben, im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit sowie die Absicherung der hiermit einhergehenden Positionen.

Der vorstehend genannte Ausnahmetatbestand greift nicht automatisch bei der Durchführung von Market-Making- Tätigkeiten. Market-Maker müssen sich vielmehr gemäß Art. 17 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 vor Aufnahme ihrer Tätigkeit bei der zuständigen Behörde – für an deutschen Handelsplätzen gehandelte Aktien ist dies die BaFin⁸³⁸ – registrieren. Diese Mitteilung hat schriftlich und spätestens 30 Tage vor der beabsichtigten Inanspruchnahme der Ausnahme zu erfolgen⁸³⁹. Die Inanspruchnahme der Ausnahme kann von der zuständigen Behörde jederzeit untersagt werden, soweit diese zu der Überzeugung gelangt, dass die Voraussetzungen der Ausnahme nicht gegeben sind.

Auch die Durchführung von Leerverkäufen und das Halten von Netto-Leerverkaufspositionen zu Zwecken der Kursstabilisierung nach Kapitel III der Verordnung

⁸³⁷ Art. 2 Abs.1 lit. l Richtlinie 2004/39/EG: „Firmen, deren Wertpapierdienstleistung und/oder Anlagentätigkeit ausschließlich darin besteht, für eigene Rechnung auf Finanztermin- oder Optionsmärkten oder sonstigen Derivatemarkten und auf Kassamärkten nur zur Absicherung von Positionen auf Derivatemarkten tätig zu werden oder für Rechnung anderer Mitglieder dieser Märkte tätig zu werden oder für diese einen Preis zu machen, und die durch eine Garantie von Clearingmitgliedern der gleichen Märkte abgedeckt sind; die Verantwortung für die Erfüllung der von solchen Firmen abgeschlossenen Geschäfte wird von Clearingmitgliedern der gleichen Märkte übernommen“. Europäische Parlament/ Europäischer Rat 05.01.2011.

⁸³⁸ Die „jeweils zuständige Behörde“ ist in Deutschland die BaFin. Vgl. § 30h Abs. 1 WpHG. Vgl. ferner Art. 2 Abs. 1 lit. j v) Verordnung (EU) 236/2012.

⁸³⁹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 17 Abs. 5.

(EG) 2273/2003⁸⁴⁰ sind gemäß Art. 17 Abs. 4 Verordnung (EU) 236/2012 sowohl von den Leerverkaufsbeschränkungen wie auch von den Transparenzvorschriften der Leerverkaufsverordnung ausgenommen. Der Verordnungsgeber begründet diese Ausnahme mit der Bedeutung von Kursstabilisierungsmaßnahmen für die Sicherung der Markteffizienz⁸⁴¹.

Die in Art. 17 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehenen Ausnahmen für Primärmarktaktivitäten von den Artikeln 7, 13 und 14 der Leerverkaufsverordnung beziehen sich ausschließlich auf den Handel mit öffentlichen Schuldtiteln. Sie sind für Aktienleerverkäufer folglich nicht relevant⁸⁴².

In Deutschland hat die BaFin ein Merkblatt veröffentlicht, das die praktische Umsetzung der Anzeigepflicht von Market-Making und Primärhändleraktivitäten nach Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 detailliert erläutert⁸⁴³. In den Jahren 2013 und 2014 zeigten der BaFin je 49 Market-Maker ihre Tätigkeit an, um die Ausnahmetatbestände der Verordnung (EU) 236/2012 nutzen zu können⁸⁴⁴. Auch die ESMA hat im April 2013 zur Konkretisierung und Erläuterung der in Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 für market making- Aktivitäten vorgesehenen Ausnahmetatbestände ausführliche Leitlinien („Guidelines“) veröffentlicht⁸⁴⁵. Die nationalen Aufsichtsbehörden sind gehalten, die Guidelines der ESMA bei ihrer Aufsichtstätigkeit zu berücksichtigen⁸⁴⁶. Die ESMA- Guidelines konkretisieren bspw., welche Aktivitäten als „Market-Making“ im Sinne von Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 gelten, welche Marktteilnehmer sich als Market-Maker registrieren können und auf welche Weise die Registrierung als Market-Maker bei der zuständigen Behörde zu erfolgen hat⁸⁴⁷.

⁸⁴⁰ Europäische Kommission 22.12.2003. Die Verordnung dient der Umsetzung der Richtlinie 2003/6/EG (Marktmissbrauchsrichtlinie).

⁸⁴¹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 26.

⁸⁴² Ein „öffentlicher Schuldtitel“ im Sinne der EU-Leerverkaufsverordnung ist ein Schuldinstrument, das von einem öffentlichen Emittenten begeben wird (Art. 2 Abs. 1 lit f) Verordnung (EU) 236/2012. Wer „öffentlicher Emittent im Sinne der Leerverkaufsverordnung ist (bspw. die EU, ein Mitgliedsstaat der EU oder ein Gliedstaat eines Mitgliedsstaats der EU), wird in § 2 Abs. 1 lit d) Verordnung (EU) 236/2012 definiert. Aktiengesellschaften gehören nicht dazu.

⁸⁴³ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2013.

⁸⁴⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, S. 225.

⁸⁴⁵ European Securities and Markets Authority 02.04.2013a.

⁸⁴⁶ European Securities and Markets Authority 02.04.2013a, S. 3.

⁸⁴⁷ European Securities and Markets Authority 02.04.2013a, S. 6, 1, 15.

5. Rechtsfolgen von Verstößen gegen das Verbot ungedeckter Leerverkäufe sowie gegen Melde- und Offenlegungspflichten

Verstöße gegen die Leerverkäufe betreffenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 sind als Ordnungswidrigkeiten mit Geldstrafen bis zu 50.000,00 EUR (Verstöße gegen Transparenzpflichten) bzw. 500.000,00 EUR (Verstöße gegen das Verbot ungedeckter Leerverkäufe) ahnbar.

a) Ordnungswidrigkeitenrecht

Gemäß Art. 41 S.1 Verordnung EU 236/2012 obliegt die Festlegung der bei Verstößen gegen die Leerverkaufsverordnung greifenden Sanktionen und verwaltungsrechtlichen Maßnahmen den Mitgliedsstaaten. Die von den Mitgliedsstaaten erlassenen Sanktionen und Maßnahmen müssen wirksam, verhältnismäßig und abschreckend sein. In Deutschland erfolgte die Umsetzung dieses Auftrages durch Art. 1 Nr. 9 des EU- Leerverkaufs-Ausführungsgesetzes⁸⁴⁸, durch den die Bußgeldvorschrift des § 39 WpHG novelliert wurde.

(1) Verstöße gegen die Melde- und Offenlegungspflichten der Verordnung (EU) 236/2012

Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Pflicht, der zuständigen Behörde meldepflichtige Netto-Leerverkaufspositionen mitzuteilen (Art. 5 Verordnung (EU) 236/2012) bzw. derartige Positionen zu veröffentlichen (Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012) sind gemäß § 39 Abs. 2d lit. 1-2 WpHG als Ordnungswidrigkeiten zu ahnden. Gemäß § 39 Abs. 4 WpHG kann die BaFin Geldbußen bis zu 50.000,00 Euro zu verhängen.

Verstöße gegen die Meldepflichten der Verordnung (EU) 236/2012 sind damit vergleichsweise milde sanktioniert. Während bspw. Insidergeschäfte als Straftaten verfolgbar sind und mit bis zu fünf Jahren Haft geahndet werden können⁸⁴⁹, haben Leerverkäufer, die gegen die Melde- und Offenlegungspflichten Verordnung (EU) 236/2012 verstoßenden, nur vergleichsweise moderate Geldbußen zu befürchten. In der wertpapieraufsichtsrechtlichen Praxis scheinen Verstöße gegen die Melde- und Offenlegungspflichten der Verordnung (EU) 236/2012 auch eine eher untergeordnete Rolle zu spielen: So untersuchte die BaFin im Jahr 2013 lediglich 13 Verstöße gegen die Transparenzpflichten der Verordnung (EU) 236/2013.

⁸⁴⁸ Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz), BGBl I, 2012, S. 2286.

⁸⁴⁹ Vgl. § 38 Abs. 1 WpHG.

Drei Verfahren stellte die BaFin ein, die übrigen Untersuchungen dauerten auch 2014 noch an. Sanktionen wurden wegen der Verletzung von Transparenzpflichten nicht verhängt. Für das Jahr 2014 spezifiziert die BaFin nicht die Zahl der wegen Verletzung von Transparenzpflichten eingeleiteten Untersuchungen. Sie teilt lediglich mit, „zahlreiche Verstöße“ gegen die Transparenzpflichten in Netto-Leerverkaufspositionen nach der EU-Leerverkaufsverordnung untersucht zu haben. Insgesamt seien 31 Untersuchungen eingestellt worden. Zum Jahresende 2014 waren 19 Sachverhalte noch nicht abschließend geprüft - zehn aus 2013 und neun aus 2014⁸⁵⁰. Im Jahr 2015 führte die BaFin 58 Ermittlungsverfahren wegen Verstöße gegen die Transparenzpflichten in Netto-Leerverkaufspositionen. 29 Untersuchungen wurden eingestellt. Ein Fall wurde an das Bußgeldreferat abgegeben. 28 Fälle waren Ende 2015 noch nicht abschließend geprüft⁸⁵¹.

(2) Verstöße gegen die Leerverkaufsverbote der Verordnung (EU) 236/2012 und gegen Anordnung der BaFin

Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Leerverkaufsbeschränkungen des Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 können gemäß § 39 Abs. 2d) Nr. 3 WpHG als Ordnungswidrigkeit geahndet werden. Sie sind gemäß § 39 Abs. 4 WpHG mit Geldstrafen bis zu 500.000,00 Euro bewehrt.

Vorsätzliche oder fahrlässige Zuwiderhandlungen gegen vollziehbare Anordnungen der BaFin, die auf Grundlage der Art. 18 Abs. 2 S. 2-3 (Meldung und Offenlegung von Netto-Leerverkaufspositionen in Ausnahmesituationen), Art. 19 Abs. 2 (Meldepflicht von Verleihern in Ausnahmesituationen), Art. 20 Abs. 2 (Beschränkung von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen), Art. 21 Abs. 1 (Beschränkung von Transaktionen mit Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel in Ausnahmesituationen) sowie Art. 23 Abs. 1 (Befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall) Verordnung (EU) 236/2012 verhängt werden, sind gemäß § 39 Abs. 3a, Abs. 4 WpHG mit Geldbußen bis zu 50.000,00 EUR zu ahnden.

Die für Verstöße gegen die Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 oder für die Missachtung von Offenlegungs- oder Verbotsanordnungen der BaFin vorgesehenen

⁸⁵⁰ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, S. 224.

⁸⁵¹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2016, S. 238-239.

Bußgeldandrohungen fallen damit vergleichsweise moderat aus. So sind bspw. marktmanipulative Verhaltensweisen gemäß § 20a WpHG oder Verstöße gegen die Meldepflichten bei Erwerb oder Veräußerung von Stimmrechten des § 21 WpHG mit deutlich höheren Geldbußen (bis zu einer Millionen Euro) bedroht, als Verstöße gegen Leerverkäufe betreffende Vorschriften oder Anordnungen (vgl. § 38 Abs. 4 WpHG)⁸⁵².

In der wertpapieraufsichtsrechtlichen Praxis der BaFin spielen Verstöße gegen die Leerverkaufsverbote der Verordnung (EU) 236/2012 sowie gegen die Ende Oktober 2012 ausgelaufene Vorgängerregelung des § 30h WpHG a.F. eine eher untergeordnete Rolle: So führte die BaFin nur 98 Ermittlungsverfahren wegen mutmaßlicher Verletzungen des § 30h WpHG a.F. durch⁸⁵³. Davon wurden 89 Verfahren eingestellt. Nur in 9 Fällen erfolgte eine Abgabe der Verfahren an das zuständige Bußgeldreferat⁸⁵⁴. In ihrem Jahresbericht (2014) spricht die BaFin von Ermittlungen „zahlreicher Sachverhalte“. Davon wurden 17 Untersuchungen eingestellt. 60 Verfahren waren Ende 2014 noch nicht abschließend geprüft; zehn davon stammten aus dem Jahr 2013 und 50 aus dem Jahr 2014. 44 Verfahren wurden aus Gründen der Zuständigkeit an andere EU-Behörden abgegeben. Im Jahr 2015 führte die BaFin 185 Ermittlungsverfahren wegen des Verdachts von Verstößen gegen das EU-Leerverkaufsverbot durch. 148 Verfahren wurden eingestellt. Zum Jahresende waren 17 Sachverhalte noch nicht abschließend geklärt. Weitere 17 Verfahren wurden aus Zuständigkeitsgründen an andere EU-Behörden abgegeben und 4 Fälle wurden an das Bußgeldreferat abgegeben⁸⁵⁵.

b) Zivilrechtliche Folgen und Sanktionen

Zivilrechtliche Konsequenzen für Verstöße gegen die Melde- und Offenlegungsvorschriften oder gegen die Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 sehen weder die Verordnung selbst, noch das EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz⁸⁵⁶ vor. In Betracht kommen könnte aber eine Nichtigkeit ungedeckter Aktienleerverkäufe infolge eines

⁸⁵² Bestimmte vorsätzlich und erfolgreich begangene Marktmanipulationen können gemäß § 38 Abs. 2 WpHG auch als Straftaten mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren bestraft werden.

⁸⁵³ Zum Vergleich: Im Jahr 2014 führte die BaFin 224 Ermittlungsverfahren wegen des Verdachts auf Marktmanipulationen durch. Im Jahr 2013 wurden 218 Mal wegen des Verdachts auf marktmanipulative Verhaltensweisen ermittelt. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, S. 217.

⁸⁵⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015, S. 224.

⁸⁵⁵ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2016, S. 238.

⁸⁵⁶ Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz vom 06.11.2012, BGBl I S. 2286.

Verstoßes gegen ein gesetzliches Verbot (§ 134 BGB). Zudem könnten Verstöße gegen das Verbot ungedeckter Leerverkäufe oder gegen die Melde- und Offenlegungspflichten der Verordnung (EU) 236/2012 als Verletzung von Schutzgesetzen im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren sein.

**(1) Nichtigkeit ungedeckter Aktienleerverkäufe
gemäß Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 i.V.m.
§ 134 BGB?**

Aus einem Verstoß gegen das Verbot ungedeckter Leerverkäufe nach Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 könnte die Nichtigkeit einer solchen Transaktion gemäß § 134 BGB folgen. EU- Sekundärrecht, insbesondere wenn es in Form einer EU-Verordnung ergeht, kann grundsätzlich gesetzliche Verbote im Sinne des § 134 BGB statuieren. Voraussetzung ist, dass die betreffende EU-Rechtsnorm eine unmittelbare Verbotswirkung entfaltet und allgemeine Geltung beansprucht⁸⁵⁷. Die Verordnung (EU) 236/2012 ist unmittelbar anwendbar und allgemeinverbindlich (vgl. Art. 288 Abs. 2 AEUV). Der im Rahmen einer Short-Strategie durchgeführte Aktienverkauf ist – gleich ob er gedeckt oder ungedeckt durchgeführt wird – rechtstechnisch ein gewöhnlicher Verkauf von Aktien und damit „Rechtsgeschäfte“ im Sinne des § 134 BGB⁸⁵⁸.

Allerdings greift die Nichtigkeitsfolge des § 134 BGB nur in Fällen, in denen Sinn und Zweck der Verbotsnorm die Nichtigkeit des verbotswidrig durchgeführten Geschäfts verlangen. Diese Frage ist in zwei Stufen zu prüfen: Zunächst ist zu ermitteln, ob überhaupt ein Verbotsgesetz vorliegt. Bei Bejahung dieser Frage ist in einem zweiten Schritt zu untersuchen, ob sich aus einem Verstoß gegen dieses Verbotsgesetz die Nichtigkeit des gesetzwidrigen Rechtsgeschäfts ergibt⁸⁵⁹. Rechtsvorschriften, die nicht ausdrücklich den Begriff „Verbot“ verwenden, sondern stattdessen Wendungen wie „soll nicht“ oder „kann nicht“ enthalten, sind in der Regel keine Verbotsgesetze im Sinne des § 134 BGB⁸⁶⁰. Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 lautet wie folgt:

⁸⁵⁷ Armbrüster in: Säcker et al. 2012-, § 134, Rdn 30, 37; Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134 Rdn. 44;

⁸⁵⁸ § 133 BGB erfasst Rechtsgeschäfte aller Art, insbesondere auch privatrechtliche gegenseitige Verträge. Vgl. Bamberger und Roth 2011, § 134, Rdn 3; Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134, Rdn. 10.

⁸⁵⁹ Armbrüster in: Säcker et al. 2012-, S. 134, Rdn 41-42

⁸⁶⁰ Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134, Rdn 31.

„Eine natürliche oder juristische Person kann eine zum Handel an einem Handelsplatz zugelassene Aktie nur dann leer verkaufen, wenn eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist (....)“

Der Wortlaut des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 („*kann nur*“) spricht – da die Norm nicht die Wörter „Verbot“ oder „verboten“ enthält, zunächst gegen das Vorliegen eines Verbotsgesetzes im Sinne des § 134 BGB. Allerdings kann die Frage, ob ein Verbotsgesetz im Sinne des § 134 BGB vorliegt, nicht allein anhand des Wortlautes einer Norm geklärt werden⁸⁶¹. Zu beachten ist bei zwei- oder mehrseitigen Rechtsgeschäften auch, ob sich die Verbotsnorm nur gegen einen oder gegen alle Geschäftsbeteiligte richtet. Richtet sich die Verbotsnorm nur gegen einen Geschäftsbeteiligten so ist die betreffende Vorschrift im Zweifel eher nicht als Verbotsgesetz im Sinne des § 134 BGB zu qualifizieren⁸⁶². Das in Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 niedergelegte Verbot, ungedeckte Leerverkäufe durchzuführen, richtet sich ausschließlich an den Leerverkäufer. Der die leer verkauften Aktien regelmäßig über eine zwischen Verkäufer und Käufer geschaltete zentrale Gegenpartei erwerbende Marktteilnehmer hat keinerlei Einblick in die Verkäufer-Sphäre. Er kann daher nicht erkennen, ob die erworbenen Aktien im Wege eines regulären Aktienverkaufs oder im Wege eines gedeckten oder gar eines ungedeckten Leerverkaufs veräußert werden⁸⁶³. Folgerichtig treffen auch die für Verstöße gegen Leerverkaufsverbot des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 in § 39 Abs. 2d) Nr. 3, Abs. 4 WpHG vorgesehenen Sanktionen allein den Leerverkäufer, nicht aber den Erwerber leer verkaufter Wertpapiere. Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 ist folglich – mangels einer bei Verstößen für alle Geschäftsbeteiligten geltenden Straf- oder Bußgeldandrohung – als ein einseitiges Verbotsgesetz zu qualifizieren⁸⁶⁴. Dieser Umstand spricht gegen die Annahme einer bei Verletzung des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 eintretenden Nichtigkeitsfolge.

Allerdings gilt die Regelvermutung, der zufolge Verstöße gegen nur einseitige Verbotsnormen nicht zu einer Nichtigkeit des betreffenden Rechtsgeschäfts führen, nicht

⁸⁶¹ Armbrüster in: Säcker et al. 2012-, S. 134, Rdn 43-45; Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, S. 134, Rdn. 30-31.

⁸⁶² Motive zum BGB-Entwurf (Mot I 210), RGZ 60, 273, 276f; BGHZ 46, 24, 26, 28; BGHZ 118, 142, 143; 132, 229, 231 f; Vgl ferner Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134 Rdn 71 ff (m.w.N.); Kritisch hierzu: Armbrüster in: Säcker et al. 2012-, S. 134 Rdn. 47-48.

⁸⁶³ Ausführlich zur Abwicklung von Effektengeschäften über zentrale Gegenparteien vgl. Lange in: Schwintowski 2014, § 19, Abschnitt E.

⁸⁶⁴ Näher zu ein- oder mehrseitigen Straf- oder Bußgeldandrohungen unter kritischer Würdigung der Rechtsprechung des BGH Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134 Rdn. 71 ff.

zwingend. Vielmehr ist stets eine Einzelfallbetrachtung unter Berücksichtigung von Sinn und Zweck der verletzten Verbotsnorm vorzunehmen⁸⁶⁵. Bei der vorzunehmenden teleologischen Auslegung der Verbotsnorm kommt der Frage, ob Verstöße gegen die Verbotsnorm bereits ausreichend sanktioniert sind, eine wichtige Bedeutung zu. Reichen diese Sanktionen aus, um den Schutzzweck der Verbotsnorm zu gewährleisten, so bedarf es nicht der zusätzlichen Nichtigkeitsfolge des § 134 BGB⁸⁶⁶. Verstöße gegen das Leerverkaufsverbot des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 sind gemäß § 39 Abs. 2d) Nr. 3, Abs. 4 WpHG mit Bußgeldern bis zu fünfhunderttausend Euro bewehrt. Zudem sieht Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 im Falle von Lieferversagen die automatische Einleitung eines rigorosen Eindeckungsverfahrens vor⁸⁶⁷. Aktien(leer)verkäufer, die verkaufte Aktien nicht zum Fälligkeitsdatum der Geschäftsabwicklung liefern, haben zudem für jeden Tag der Säumnis Strafzahlungen zu leisten, die so hoch anzusetzen sind, dass von einem Scheitern der Geschäftsabwicklung eine abschreckende Wirkung ausgeht (vgl. Art. 15 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012).

Im Rahmen der teleologischen Auslegung des in Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Leerverkaufsverbotes sind auch die Interessen des sich rechtskonform verhaltenden Wertpapierkäufers, der regelmäßig ein Interesse am Fortbestand des Geschäfts haben wird, zu beachten. Für den Aktienkäufer ist es unmöglich zu erkennen, ob der Aktienverkäufer das Leerverkaufsverbot des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 befolgt, oder nicht. Eine Nichtigkeit verbotswidrig durchgeführter Aktienleerverkäufe würde den Käufer um seine durch den Aktienkauf erworbene Rechtsposition bringen und jeden Aktienerwerb mit einer erheblichen Unsicherheit belasten.

Im Rahmen der teleologischen Auslegung des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 ist auch das Allgemeininteresse an der ordnungsgemäßen Funktionsfähigkeit der Aktienmärkte zu berücksichtigen. Die Aktienmärkte würden mit erheblichen Unsicherheiten belastet, wenn abgeschlossene Aktiengeschäfte wegen Verstoßes nur einer Vertragspartei gegen das Leerverkaufsverbot des Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 von der Nichtigkeitsfolge des § 134 BGB bedroht wären. Dies würde zu einer schwerwiegenden Beeinträchtigung des

⁸⁶⁵ BGHZ 71, 358, 360f; 78, 263, 265; 159, 334, 340; Armbrüster in: Säcker et al. 2012-, § 134 Rdn. 49.

⁸⁶⁶ BGHZ 46, 24, 27; BGHZ 71, 358, 361f; BGHZ 78, 263, 266; BGHZ 171, 180, 189; Sack/Seibl in: Staudinger et al. 2011, § 134 Rdn. 79.

⁸⁶⁷ Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 wurde inzwischen zwar durch Art. 72 Verordnung (EU) 909/2014 aufgehoben. Allerdings ist zugleich mit den Vorschriften der Verordnung (EU) 909/2014 ein vergleichbar strenges Zwangseindeckungs-Regime in Kraft gesetzt worden.

Aktienhandels führen⁸⁶⁸. Zu berücksichtigen ist auch die vorstehend skizzierte, in Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012⁸⁶⁹ zum Ausdruck kommende Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, der verbotswidrigen Durchführung ungedeckter Aktienleerverkäufen durch die Etablierung eines strikten Zwangseindeckungsverfahrens entgegen zu wirken⁸⁷⁰. Damit strebt der Verordnungsgeber eine der Nichtigkeit von ungedeckten Leerverkäufen diametral entgegengesetzte Rechtsfolge – nämlich die zügige Erfüllung von Wertpapiertransaktionen – an⁸⁷¹. Dieser durch den europäischen Gesetzgeber gewählte Regulierungsansatz ist aus dreierlei Gründen sinnvoll: Zum Ersten schützt er den auf die Erfüllung des Aktienerwerbs vertrauenden Käufer. Zum Zweiten wird durch ein striktes Zwangseindeckungsregime die Funktionsfähigkeit und Effektivität der Wertpapiermärkte geschützt. Zum Dritten eignen sich strenge Zwangseindeckungsregeln dazu, Marktteilnehmer von exzessiven Leerverkäufen abzuschrecken; Weiß der Leerverkäufer, dass er im Zweifel zur Lieferung der leer verkauften Aktien – ggf. auch zu für ihn sehr ungünstigen Konditionen – gezwungen werden wird, so wird er deutlich vorsichtiger agieren, als wenn er sich bei einem Scheitern der Verkaufsabwicklung mit Verweis auf die Nichtigkeitsfolge des § 134 BGB seiner Leistungspflicht entziehen kann.

Nach alledem ist festzuhalten, dass eine Verletzung des in Art. 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Leerverkaufsverbotes keine Nichtigkeit von unter Verstoß gegen diese Vorschriften durchgeführten Leerverkäufe erfordert⁸⁷². Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch, dass die Gesetzesbegründung der dem Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 ähnlichen nationalrechtlichen Vorgängerregelung des § 30h WpHG a.F. eine Nichtigkeit verbotswidrig durchgeführter ungedeckter Leerverkäufe zum Schutz des Rechtsverkehrs ausdrücklich ausschloss⁸⁷³. Auch die übrigen Auslegungsregeln – Wortlaut und Adressatenkreis der Verbotsnorm – sprechen gegen eine Nichtigkeit verbotswidrig durchgeführter ungedeckter Leerverkäufe. Rechtswidrig durchgeführte Aktienleerverkäufe trifft daher nicht die Nichtigkeitsfolge des § 134 BGB.

⁸⁶⁸ Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 266, 283; Mit vergleichbaren Argumenten wendet sich Mülbert gegen die Qualifizierung des dem Art. 12 Verordnung EU 236/2012 ähnlichem § 30 h WpHG a.F. als Schutzgesetz i.S. des § 134 BGB. vergleiche Mülbert in: Assmann und Schneider 2012, § § 30h Rdn. 40.

⁸⁶⁹ Zwar wurde Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 mittlerweile durch Art. 72 Verordnung (EU) 909/2014 gestrichen. Allerdings enthalten die Zwangseindeckungsvorschriften der Verordnung (EU) 909/2014 vergleichbare Zwangseindeckungsvorschriften.

⁸⁷⁰ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 15.

⁸⁷¹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung 23.

⁸⁷² So auch Mock in: Hirte und Möllers 2014, § 30h Rdn. 30; Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 266, 283.

⁸⁷³ Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (BT- Drucksache 17/1952) S. 9 (Zu Nummer 5).

(2) Missachtung der Anordnungen der Verordnung (EU) 236/2012 als Verstoß gegen ein Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB

Verstöße gegen das in Art 12 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 verankerte Verbot, ungedeckter Leerverkäufe durchzuführen, könnten Schadensersatzpflichten des verbotswidrig handelnden Leerverkäufers gemäß § 823 Abs. 2 BGB auslösen. Gleiches könnte hinsichtlich Verletzungen der in den Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012 verankerten Melde- und Offenlegungspflichten signifikanter Netto- Short- Positionen gelten. Sollte dies zutreffen, so könnten infolge verbotswidrig durchgeführter Leerverkäufe Kursverluste erleidende Aktiengesellschaften oder auch Anleger die regelwidrig handelnden Leerverkäufer auf Schadensersatz in Anspruch nehmen.

EU-Sekundärrecht und insbesondere EU-Verordnungen können grundsätzlich Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB sein⁸⁷⁴. Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB sind allerdings nur solche Normen, die konkrete Ge- oder Verbote aussprechen und die nicht lediglich dem Schutz der Allgemeinheit, sondern zumindest auch dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt sind⁸⁷⁵. Ob eine Norm auch Individualrechtsgüter schützt und somit drittschützenden Charakter aufweist, ist unter Berücksichtigung des Gesetzeszweckes durch Auslegung zu ermitteln.

Die den Leerverkaufsbeschränkungen und Transparenzpflichten der Verordnung (EU) 236/2012 zugrunde liegenden gesetzgeberischen Motive sind in den Erwägungsgründen der Verordnung zu entnehmen. Ausweislich des Erwägungsgrundes 2 ist es Ziel der Verordnung das *„ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarkts sicherzustellen und die Voraussetzungen für sein Funktionieren, insbesondere in Bezug auf die Finanzmärkte, zu verbessern und ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten“*⁸⁷⁶.

Auch in den Erwägungsgründen 1, 22, 27, 29, 33, 38, 40, 43 der Verordnung (EU) 236/2012 werden die Sicherstellung der Finanzmarktstabilität bzw. der Schutz der Finanzmärkte vor systemischen Risiken als Ziel der Verordnung genannt. Die Stärkung des Anlegerschutzes

⁸⁷⁴ Wagner in: Habersack et al. 2013, § 823 Rdn. 391; Spickhoff in: Soergel und Spickhoff 2005, § 823 Rdn. 187; Sprau in: Bassenge und Palandt 2013, § : 823, Rdn. 56a.

⁸⁷⁵ Spickhoff in: Soergel und Spickhoff 2005, §§ 823 Rdn. 194-195; Wagner in: Habersack et al. 2013, § 823 Rdn. 405; Schiemann in: Erman et al. 2011, § 823, Rdn. 157; Sprau in: Bassenge und Palandt 2013, § 823, Rdn. 57.

⁸⁷⁶ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 2. Vgl. ferner Erwägungsgründe 1, 22, 27, 29, 33, 38, 40, 43 der Verordnung (EU) 236/2012.

wird dagegen nur in dem vorstehend zitierten Erwägungsgrund 2 sowie – bezogen auf die durch die Verordnung eingeführten Transparenzpflichten – in Erwägungsgrund 40 der EU-Leerverkaufsverordnung erwähnt. Weitaus häufiger als der Ausbau des Anlegerschutzes wird in den Erwägungsgründen also das Bedürfnis einer Stärkung der Finanzmarktstabilität betont⁸⁷⁷. Die in den Erwägungsgründen der Verordnung (EU) 236/2012 angesprochene Stärkung des Anlegervertrauens ist vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise 2007-2008 zu sehen, in der die Erosion des Anlegervertrauens zu einer Destabilisierung der Finanzmärkte beitrug. Die Stärkung des Anlegerschutzes ist daher nicht das finale Ziel der Verordnung (EU) 236/2012, sondern nur ein Zwischen- und Durchgangsziel der von der Verordnung angestrebten Finanzmarktstabilisierung. Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes ist eine Norm aber nur dann Schutzgesetz im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB, wenn der Gesetzgeber bei Erlass der Rechtsnorm gerade einen Individualrechtsschutz gewollt hat. Nicht ausreichend für die Bejahung einer Schutzgesetzeigenschaft im Sinne des § 823 Abs. 2 WpHG ist, dass der Individualschutz durch Befolgung der Rechtsvorschrift reflexartig eintritt, ohne dass ein solcher Individualschutz im Aufgabenbereich der Norm liegt⁸⁷⁸. Der durch die Verordnung (EU) 236/2012 bewirkte Schutz individueller Anlegerinteressen tritt nicht bestimmungsgemäß und nicht als eine im Aufgabenbereich der Verordnung liegende Rechtsfolge, sondern als bloßer Reflex selbiger ein⁸⁷⁹.

Eine Qualifizierung der Transparenzvorschriften und Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB erscheint auch im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems und unter besonderer Berücksichtigung des Gesichtspunktes der anlegerschutzrechtlichen Entscheidungen des Bundesgerichtshofes nicht angezeigt: Verstöße gegen die Leerverkaufsbeschränkungen und Transparenzgebote der Verordnung (EU) 236/2012 können aus Sicht anderer Marktteilnehmer negative Auswirkungen auf Wertpapierkurse oder auf Investitionsentscheidungen zeitigen. Derartige negative Auswirkungen betreffen allerdings lediglich Gewinnaussichten und damit das Vermögen der negativ betroffenen Marktteilnehmer, nicht aber absolute Rechtsgüter. Zwar ermöglicht § 823 Abs. 2 BGB durchaus den sektoralen Schutz des Vermögens. Gleichwohl

⁸⁷⁷ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 22, 27, 29, 33, 38, 40, 43.

⁸⁷⁸ BGH, ZIP 2012, 318, 320; BGH, NJW 2004, 356, 357; BGH, ZIP 2010, 1433, Rdn. 26; Wagner in: Habersack et al. 2013, § 823 Rdn. 405.

⁸⁷⁹ So auch: Mülbert/Sajnovits, ZBB 2012, 266, 283; Vgl. ferner Europäische Kommission 19.10.2011, S. 2. Zum Zusammenhang zwischen Anlegervertrauen und Finanzmarktstabilität: Nagel. Joachim 2011.

darf durch § 823 Abs. 2 BGB nicht die zentrale Wertung des BGB, dass für reine Vermögensschäden regelmäßig kein Ersatz zu leisten ist, ausgehebelt werden⁸⁸⁰.

Der BGH erkennt kapitalmarktrechtliche Vorschriften daher nur sehr zurückhaltend als Schutzgesetze im Sinne von § 823 Abs. 2 BGB an. So hat der BGH zwar verschiedentlich den Erlaubnisvorbehalt hinsichtlich der gewerbsmäßigen Erbringung von Bankgeschäften oder Finanzdienstleistungen (vgl. § 32 KWG) als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB anerkannt⁸⁸¹. Den in den §§ 31 ff WpHG niedergelegten Verhaltens- und Sorgfaltspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen versagte der BGH aber unter Verweis auf das haftungsrechtliche Gesamtgefüge des BGB jedwede Schutzgesetzqualität⁸⁸². Auch dem in § 20a WpHG niedergelegten Verbot der Marktmanipulation – dessen Zielbestimmung weitgehend mit denen der Leerverkaufsverordnung (EU) 236/ 2012 übereinstimmt – billigte der BGH keine Schutzgesetzqualität zu⁸⁸³. Darüber hinaus hat der BGH mehrfach ausdrücklich und generell klargestellt, dass „den in erster Linie aufsichtsrechtlichen Regeln des WpHG keine eigenständige schadensrechtliche Bedeutung zukommt“⁸⁸⁴. Zwar handelt es sich bei den Transparenzgeboten und Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 nicht um Regeln des WpHG. Gleichwohl sind diese Vorschriften aufsichtsrechtlicher Natur: Dies folgt bereits aus dem Umstand, dass den in der Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Transparenzvorschriften und Leerverkaufsbeschränkungen vergleichbare Vorschriften zuvor für den deutschen Rechtsraum in den aufsichtsrechtlichen Vorschriften der §§ 30h und 30i WpHG a.F. enthalten waren. Die vorstehend zitierte Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs hinsichtlich der Schutzgesetzqualität des Wertpapieraufsichtsrechts lässt sich folglich auf die Verordnung (EU) 236/2012 übertragen.

Auch eine Gesamtbetrachtung der Verordnung (EU) 236/2012 spricht dagegen, die in der Verordnung enthaltenen Transparenzpflichten und Leerverkaufsbeschränkungen als Schutzgesetze im Sinne des Art. 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren: Die Verordnung (EU) 236/2012 sieht für Lieferversagen, wie sie im Zusammenhang mit ungedeckten Leerverkäufen auftreten können, ein striktes Zwangseindeckungsverfahren (ex Art. 15 Verordnung (EU)

⁸⁸⁰ BGH, ZIP 2008, 873, Rdn. 20; BGH, ZIP 2012, 318, 321; Wagner in: Habersack et al. 2013, § 823 Rdn. 410; Vgl. ferner Schiemann in: Erman et al. 2011, § 823, Rdn. 157.

⁸⁸¹ BGHZ 125, 366, 379 ff = NJW 1994, 1801; BGHZ 166, 29 Rdn.17; BGH, NJW 2005, 2703.

⁸⁸² BGHZ 170, 226, Rdn. 17 ff = NJW 2007, 1876; BGHZ 175, 276 Rdn. 14 ff; BGHZ 186 Rdn. 25ff; BGH, JZ 2012 571; Kritisch zu dieser Rechtsprechung des BGH Wagner in: Habersack et al. 2013, § 823 Rdn. 412.

⁸⁸³ BGH, ZIP 2012, 318, 320-321.

⁸⁸⁴ BGH, ZIP 2012, 318, 321; BGHZ 175, 276 = ZIP 2008, 873 Rdn. 16; BGHZ 170, 226 = ZIP 2007, 518.

236/2012⁸⁸⁵) vor⁸⁸⁶. Dem Auftreten derartigen Lieferversagen wird zudem mittels der Verhängung abschreckender Strafzahlungen durch die Clearing- Dienstleistungen erbringenden zentralen Gegenparteien entgegengewirkt (vgl. Art. 15 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/ 2012). Zudem sind sowohl Verstöße gegen die Leerverkaufsbeschränkungen, wie auch eine Missachtung der Transparenzpflichten der Leerverkaufsverordnung als Ordnungswidrigkeiten bußgeldbewehrt⁸⁸⁷. Damit sieht die Verordnung (EU) 236/2012 in Verbindung mit den flankierenden Vorschriften des WpHG durch die Bereitstellung elaborierter Folgenbeseitigungs- (vgl. Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012) und Strafvorschriften (vgl. Art. 41 Verordnung (EU) 236/2012 i.V.m. § 39 Abs. 2d, Abs. 4 WpHG) einen ausreichenden Schutz von Individualinteressen vor. Ein ergänzender deliktischer Individualrechtsschutz über § 823 Abs. 2 BGB daher entbehrlich⁸⁸⁸.

Den Regelungen der EU-Leerverkaufsverordnung kommt somit keine individualrechtsschützende Funktion im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB zu⁸⁸⁹. Marktteilnehmer, die aufgrund Verstößen von Leerverkäufern gegen die Verhaltenspflichten der Verordnung (EU) 236/2012 Vermögensschäden erlitten haben, können keine Schadensersatzansprüche auf eine Verletzung des § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit den Art. 5, 6 oder 12 Verordnung (EU) 236/2012 stützen.

6. Zwangseindeckungsverfahren

Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 sah ein von den in den EU- Mitgliedsstaaten tätigen zentralen Gegenparteien (Central Counterparty – CCP) überwacht Zwangseindeckungsverfahren vor. Danach waren – soweit der Verkäufer seinen Erfüllungspflichten nicht binnen vier Geschäftstagen nach Verstreichen des Fälligkeitstermins⁸⁹⁰ nachkam – die geschuldeten Wertpapiere durch die zentrale Gegenpartei

⁸⁸⁵ Zwischenzeitlich wurde die Zwangseindeckung nicht erfüllter Wertpapiergeschäfte in der Verordnung (EU) 909/2014 vom 23.7.2014 geregelt. Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 wurde daher aufgehoben.

⁸⁸⁶ Zum Zwangseindeckungsverfahren vgl. Ziffer III.A.6 dieser Arbeit.

⁸⁸⁷ Ausführlich hierzu Ziffer III.A.5.a) dieser Arbeit.

⁸⁸⁸ Vgl. BGHZ 84, 312, 317; BGHZ 186, 58 Rdn. 29; BGH, ZIP 2012, 818, 321; Schieman in: Erman et al. 2011, § 823, Rdn. 157.

⁸⁸⁹ Mülbart/Sajnovits, ZBB 2012, 266, 283-284; vgl. ferner Mülbart und /Sajnovits 2012, S. 284; Hinsichtlich der nationalrechtlichen Vorgängerregelung des § 30h WpHG a.F. vgl. Mülbart in: Assmann und Schneider 2012, § 30h Rdn. 41: a.A – allerdings zweifelnd - Mock in: Hirte und Möllers 2014, § 30h Rdn. 31.

⁸⁹⁰ Börsengeschäfte sind an deutschen Handelsplätzen regelmäßig am zweiten Börsentag nach dem Tag des Geschäftsabschlusses zu erfüllen. Für den regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse vergleiche: Frankfurter Wertpapierbörse Stand: 2015, § 4 Abs. 1. Die für die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) festgelegten Börsen- und Erfüllungstage gelten für den Handel und die Geschäftsabwicklung im Open Market entsprechend: Frankfurter Wertpapierbörse 2012, § 4 Abs. 1. Die vorstehenden Regelungen werden – soweit ein

zu beschaffen⁸⁹¹. Mit dieser automatisch erfolgenden Zwangseindeckung, bei der sich die zentrale Gegenpartei der Hilfe anderer Marktteilnehmer bedienen durfte, sollten nach dem Willen des Verordnungsgebers grundlegende Standards für die Abwicklungsdisziplin gesetzt werden⁸⁹².

Soweit eine Eindeckung mit den geschuldeten Aktien am Markt scheiterte, hatte der Verkäufer dem Käufer eine Ausgleichszahlung in Höhe des Wertes der geschuldeten Wertpapiere am Fälligkeitstag zuzüglich einer Entschädigung für die aufgrund der fehlgeschlagenen Abwicklung erlittenen Nachteile zu leisten⁸⁹³. Die natürliche oder juristische Person, an der die rechtzeitige Lieferung der geschuldeten Wertpapiere scheiterte, hatte alle im Rahmen des Zwangseindeckungsverfahrens anfallenden Kosten zu tragen⁸⁹⁴.

Zentrale Gegenparteien, die in einem Mitgliedsstaat der EU Clearingdienste für Aktien erbrachten, hatten zudem dafür Sorge zu tragen, dass säumige Aktienverkäufer, die die geschuldeten Wertpapiere nicht rechtzeitig lieferten, mit täglichen Strafzahlungen belegt wurden, die so bemessen sein mussten, dass sie eine abschreckende Wirkung entfalten⁸⁹⁵.

Verstöße zentraler Gegenparteien gegen die durch Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 statuierte Pflicht, ein effektives Zwangseindeckungsverfahren vorzuhalten, waren gemäß § 39 Abs. 2d Nr. 5 WpHG als Ordnungswidrigkeit mit Bußgeldern bis zu einer Höhe von 500.000 EUR zu ahnden. Dieser Sanktionsrahmen wurde im Gesetzgebungsverfahren von Expertenseite als zu niedrig kritisiert⁸⁹⁶. Der Gesetzgeber hatte sich dieser Auffassung allerdings nicht angeschlossen und es bei dem ursprünglich vorgesehenen Sanktionsrahmen belassen⁸⁹⁷. Die Zwangseindeckungsvorschrift des Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 orientierte sich ersichtlich an dem durch Rule 204 (Close-out Requirement) statuierten Zwangseindeckungsverfahren der US-amerikanischen Regulation SHO⁸⁹⁸, die nach ihrer

Intermediär Kundenaufträge ausführt – über Nr.3 Abs. 1 der *Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte* auch auf das Kundenverhältnis übertragen. Vergleiche etwa: Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG 2012, Nr. 3 Abs. 1.

⁸⁹¹ Art. 15 Abs. 1 lit a)- lit b) Verordnung (EU); 236/2012.

⁸⁹² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 23.

⁸⁹³ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 15 Abs. 1 lit b).

⁸⁹⁴ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 15 Abs. 1 lit c).

⁸⁹⁵ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 15 Abs. 2.

⁸⁹⁶ Hirte 2012, S. 4.

⁸⁹⁷ Deutscher Bundestag 16.05.2012, S. 9.

⁸⁹⁸ 17 CFR 242.204.

Einführung im Jahr 2008/2009⁸⁹⁹ zu einem erheblichen Rückgang von Lieferversagen an US-amerikanischen Aktienmärkten geführt hatte⁹⁰⁰.

Inzwischen wurde Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 durch Art. 72 Verordnung (EU) 909/2014 gestrichen. Die ESMA war bei der Überprüfung der Effektivität der Leerverkaufsverordnung zu dem Ergebnis gelangt, dass die Verfahren zur Zwangseindeckung offener Wertpapiergeschäfte sinnvollerweise in einer eigenen Verordnung geregelt werden sollten⁹⁰¹. Dieser Empfehlung ist der Europäische Gesetzgeber gefolgt. Die Vorschriften über die zwangsweise Eindeckung regelwidrig nicht erfüllter Leerverkaufsgeschäfte finden sich nun in Verordnung (EU) 909/2014 (Central Securities Depositories Regulation/ CSD-Verordnung)⁹⁰².

7. Eingriffsbefugnisse nationaler Marktaufsichtsbehörden und der europäischen Marktaufsicht *European Securities and Markets Authority (ESMA)*

Die in den Art. 18 ff Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Eingriffsbefugnisse der nationalen Aufsichtsbehörden und der ESMA bilden – neben den Transparenz- und Verbotsvorschriften – die dritte Säule der Leerverkaufsverordnung. Die Eingriffsbefugnisse berechtigen nationale Marktaufsichtsbehörden dazu, in Ausnahmesituationen Marktteilnehmern weitere Transparenzpflichten aufzuerlegen und Short-Transaktionen temporär einzuschränken. Der ESMA kommt in diesem Zusammenhang primär eine koordinierende Funktion zu. Mit Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 steht bei grenzüberschreitenden Bedrohungen der Funktionsfähigkeit und Integrität der Finanzmärkte aber auch der ESMA eine eigene – durchaus umstrittene⁹⁰³ – Eingriffsbefugnis zur Verfügung.

⁸⁹⁹ Im Jahr 2008 wurden die Erfüllungsvorschriften für den US-Aktienhandel zunächst mittels der temporären Vorschrift (Rule 204t) verschärft. Im Jahr 2009 wurde die temporäre Rule 204t in eine dauerhafte Vorschrift (Rule 204) umgewandelt.

⁹⁰⁰ U.S. Securities and Exchange Commission 27.07.2009a, S. 27.

⁹⁰¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 25, Rdn. 92.

⁹⁰² Europäischen Parlament/ Europäischer Rat.

⁹⁰³ Die Regierung von Großbritannien war gegen diese Eingriffsbefugnis der ESMA erfolglos vor den Europäischen Gerichtshof gezogen (EuGH, 22.01.2014 - C-270/12) vgl. Bodoni und Brunsden 2014. Eine ausführliche Erläuterung und Würdigung der vorstehend genannten Entscheidung des EuGH erfolgt nachfolgend unter Ziffer IV.A.4.a).

a) Die Befugnisse der nationalen Marktaufsichtsbehörden

Den nationalen Aufsichtsbehörden gibt die Verordnung (EU) 236/2012 eine Vielzahl von Befugnissen zum Zweck der Überwachung und Durchsetzung der Verordnung an die Hand. Möglich ist etwa die Einleitung von Ermittlungen gegen einzelne Marktteilnehmer, die Anordnung zusätzlicher Transparenzpflichten gegenüber Leerverkäufern oder Wertpapierverleiher und schließlich auch eine weitere Einschränkung von Leerverkäufen in Ausnahmesituationen.

(1) Anordnung zusätzlicher Melde- und Offenlegungspflichten im Einzelfall

In einer krisenhaften Situation können die zuständigen nationalen Marktaufsichtsbehörden gemäß Art. 18 Verordnung (EU) 236/2012 Marktakteure, die Netto- Leerverkaufspositionen in einem Finanzinstrument halten, auffordern, diese Position bei Erreichen oder Unterschreiten einer von der Behörde festgelegten Meldeschwelle gegenüber der Behörde oder gegenüber der Öffentlichkeit offenzulegen. Unter welchen Umständen eine solche Anordnung rechtfertigende krisenhafte Situation gegeben sein soll, wird durch Art. 18 Abs. 1 a) - b) Verordnung (EU) 236/2012 in Verbindung mit Art. 24 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 konkretisiert⁹⁰⁴. Danach sind die in Art. 18 Verordnung (EU) 236/2012 genannten Anordnungen zulässig, wenn *„ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen eingetreten sind, die eine ernstzunehmende Bedrohung für die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen in dem betreffenden Mitgliedstaat oder in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten darstellen“*. Die von der zuständigen Behörde ergriffene Maßnahme muss geeignet sein, der Bedrohung zu begegnen, ohne die Effizienz der Finanzmärkte unverhältnismäßig zu beeinträchtigen. Diese – in den Kompetenznormen der Art. 19- 21 Verordnung (EU) 236/2012 widerkehrende – Charakterisierung möglicher Eingriffsszenarien wird durch Art. 24 Verordnung (EU) 818/2012 umfassend konkretisiert. Umstände, die zu schwerwiegenden finanziellen, monetären oder budgetären Schwierigkeiten bei einem Mitgliedsstaat oder bei einem systemrelevanten Unternehmen der Finanzwirtschaft führen können⁹⁰⁵ gehören ebenso dazu, wie erhebliche Kursvolatilitäten bei Titeln systemrelevanter Unternehmen der

⁹⁰⁴ Die Kompetenz, welche Kriterien und Faktoren bei der Entscheidung, ob *ungünstige Ereignisse* oder *Entwicklungen* oder *Bedrohungen* im Sinne der einschlägigen Vorschriften der Verordnung EU 236/2012 anzunehmen sind, wird gemäß Art. 30 Verordnung EU 236/2012 der Kommission überantwortet, die hierüber im Wege einer delegierten Verordnung zu entscheiden hat. Von dieser Ermächtigung hat die Kommission in Art. 24 Verordnung (EU) 918/2012 Gebrauch gemacht. Eine ausführliche Darstellung der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 findet sich unter Ziffer III.A.8c) dieser Arbeit.

⁹⁰⁵ Genannt werden in diesem Zusammenhang Banken und Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Marktinfrastruktur-Anbieter und Vermögensverwaltungsgesellschaften, soweit deren Instabilität das globale Finanzsystem gefährden könnte. Vergleiche: Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 24 lit. a).

Finanzwirtschaft, Naturkatastrophen, terroristische Angriffe oder bedeutsame Störung von Zahlungssystemen oder Abwicklungsprozessen⁹⁰⁶.

Die Eingriffsbefugnis des Art. 18 findet gemäß Art. 18 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 keine Anwendung auf Finanzinstrumente, die bereits den in Art. 5-8 der EU-Leerverkaufsverordnung festgelegten Transparenzvorschriften unterliegen. Leerverkäufe in Aktien sind damit vom Anwendungsbereich des Art. 18 Verordnung (EU) 236/2012 ausgeschlossen. Allerdings kann die Vorschrift auf synthetische Short-Positionen Anwendung finden⁹⁰⁷. Die Wirksamkeit von Maßnahmen nach Art. 18 ist gemäß Art. 24 Verordnung (EU) 236/2012 auf höchstens 3 Monate beschränkt. Allerdings sind Verlängerungen der Maßnahmen um höchstens drei Monate zulässig, wenn die der Maßnahme zugrundeliegenden Umstände weiterhin gegeben sind. Über die Verhängung zusätzlicher Melde- und Veröffentlichungspflichten gemäß Art. 18 Verordnung (EU) 236/2012 sind die ESMA und andere zuständige Behörden zu unterrichten⁹⁰⁸.

(2) Meldepflichten von Verleihern in Ausnahmesituationen gemäß Art. 19 Verordnung (EU) 236/2012

Gemäß Art. 19 Verordnung (EU) 236/2012 kann die zuständige nationale Marktaufsichtsbehörde bei Eintritt ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen⁹⁰⁹ die Verleiher von Finanzinstrumenten auffordern, jede erhebliche Veränderung von Verleihgebühren zu melden. Da Aktienleihen häufig zum Zweck der Ermöglichung gedeckter Aktienleerverkäufe eingesetzt werden und die Höhe der Leihgebühren von der Nachfrage abhängt, lassen sich aus Veränderungen der Leihgebühren Rückschlüsse auf den Umfang der am Markt getätigten Aktienleerverkäufe ziehen⁹¹⁰. Die Mitteilung signifikanter Preisänderungen bei Wertpapierleihen kann von den Wertpapierverleihern nur insoweit verlangt werden, als dies zur Abwehr einer Bedrohung erforderlich ist und die Effizienz der

⁹⁰⁶ Vergleiche hierzu: Europäische Kommission 05.07.2012a, Art. 24 Abs. 1 lit c)-e).

⁹⁰⁷ Aktienleerverkäufe lassen sich beispielsweise durch die Kombination einer gekauften Put- Option und einer verkauften Call- Option synthetisch nachbilden. Vergleiche: Gutierrez et al. 2012, S. 6.

⁹⁰⁸ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 26.

⁹⁰⁹ Eine Definition „ungünstiger Ereignisse und Entwicklungen“ für die Zwecke der Artikel 18 bis 21 der Verordnung (EU) 236/2012 erfolgt durch Art. 24 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012. Siehe hierzu auch Ziffer III.A.8c) dieser Arbeit.

⁹¹⁰ Zu beachten ist in diesem Zusammenhang allerdings, das Wertpapierleihen nicht ausschließlich zur Ermöglichung von Leerverkäufen, sondern bspw. auch zu Absicherungszwecken (Hedging) oder zur Überbrückung kurzfristiger Verfügbarkeitsengpässe eingesetzt werden. Insofern bieten Daten über den Umfang oder die Preise von Wertpapierleihen eher vage Informationen über den Umfang der am Markt getätigten Leerverkäufe- Vergleiche hierzu: Galper 2011, S. 9.

Finanzmärkte hierdurch nicht unverhältnismäßig beeinträchtigt wird⁹¹¹. Die Wirksamkeit von Maßnahmen nach Art. 19 ist gemäß Art. 24 Verordnung (EU) 236/2012 auf höchstens drei Monate beschränkt. Allerdings sind Verlängerungen der Maßnahmen um höchstens drei weitere Monaten zulässig, wenn die der Maßnahme zugrundeliegenden Umstände weiterhin gegeben sind. Über die Verhängung temporärer Meldepflichten gemäß Art. 19 Verordnung (EU) 236/2012 sind die ESMA und andere zuständige Behörden zu unterrichten⁹¹².

(3) Beschränkung von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012

Bei Eintreten „ungünstiger Ereignisse und Entwicklungen“⁹¹³ können nationale Marktaufsichtsbehörden Marktteilnehmern, die Leerverkäufe oder vergleichbare Transaktionen⁹¹⁴ vornehmen, gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012 die Durchführung weiterer Short-Transaktionen untersagen oder derartige Transaktionen zusätzlichen Beschränkungen unterwerfen. Diese Eingriffsermächtigung wurde unmittelbar nach Inkrafttreten der Verordnung mehrfach in Anspruch genommen: So erließen am 1. November 2012 die spanische Marktaufsichtsbehörde *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* und die griechische Marktaufsichtsbehörde *Hellenic Capital Market Commission (HCMC)* gestützt auf Artikel 20 Verordnung (EU) 236/2012 kurzfristige Leerverkaufsverbote, die in beiden Fällen bereits seit einigen Monaten bestehende nationale Leerverkaufsbeschränkungen bis Ende Januar 2013 verlängerten⁹¹⁵. Im Jahr 2015 erließ die HTMC auf Grundlage von Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012 im zeitlichen Zusammenhang mit den zähen Verhandlungen der griechischen Regierung über ein drittes Hilfspaket für Griechenland mehrere temporäre Leerverkaufsverbote⁹¹⁶.

⁹¹¹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 19b lit. b).

⁹¹² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 26.

Eine Definition „ungünstiger Ereignisse und Entwicklungen“ für die Zwecke der Artikel 18 bis 21 der Verordnung (EU) 236/2012 erfolgt durch Art. 24 Abs. 1 der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012. Siehe hierzu auch Ziffer III.A.8c) dieser Arbeit.

⁹¹⁴ Eine einem Leerverkauf vergleichbare Transaktion ist ausweislich Art. 20 Abs.2 lit. b) eine Transaktion, „durch die ein anderes Finanzinstrument geschaffen wird oder die sich auf ein anderes Finanzinstrument bezieht und deren Wirkung oder eine deren Wirkungen darin besteht, dass die natürliche oder juristische Person im Falle einer Kurs- oder Wertminderung eines anderen Finanzinstruments einen finanziellen Vorteil erzielt“.

⁹¹⁵ Zu der von der CNMV und von der HCMC erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen hat ESMA jeweils eine Einschätzung (Opinion) herausgegeben, in der sie die von den nationalen Finanzmarktaufsichtsbehörden ergriffenen Maßnahmen als angemessen bezeichnet. Vergleiche: European Securities and Markets Authority 2012c und European Securities and Markets Authority 2012b. Die spanische Marktaufsichtsbehörde CNMV hat die von ihr verhängten Leerverkaufsbeschränkungen am 31.1.2013 auslaufen lassen. Vergleiche: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) 31.01.2013.

⁹¹⁶ Hellenic Capital Market Commission 20.07.2015; Hellenic Republic Capital Market Commission 31.08.2015.

Die Wirksamkeit von Maßnahmen nach Art. 20 ist gemäß Art. 24 Verordnung (EU) 236/2012 auf höchstens 3 Monate beschränkt. Allerdings sind Verlängerungen der Maßnahmen um höchstens drei Monaten zulässig, wenn die der Maßnahme zugrundeliegenden Umstände weiterhin gegeben sind. Über die Verhängung von Leerverkaufsbeschränkungen gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012 sind die ESMA und andere zuständige Behörden zu unterrichten⁹¹⁷.

(4) Beschränkung von Leerverkäufen bei signifikanten Kursverlusten gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012

Im Falle des Eintrittes signifikanter Kursverluste eines Finanzinstruments ist die für den jeweiligen Handelsplatz zuständige Aufsichtsbehörde gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 befugt, temporäre Leerverkaufsverbote oder sonstige Handelsbeschränkungen für das von dem Kursverfall betroffene Finanzinstrument zu erlassen. Hierdurch sollen ungeordnete Kursverluste bei Finanzinstrumenten verhindert werden⁹¹⁸. Ob ein signifikanter Kursverfall eingetreten ist, bestimmt sich unter Berücksichtigung der Schlussnotierung des Vortages. Bei liquiden Aktien im Sinne von Art. 22 Verordnung (EG) 1287/2006 ist gemäß Art. 23 Abs.5 Verordnung (EU) 236/2012 i.V.m. Art. 2 Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 ab einem Kursverfall von 10% binnen eines Tages⁹¹⁹ vom Vorliegen eines signifikanten Kursverfalls auszugehen. Bei anderen Finanzinstrumenten und bei illiquiden Aktien sind die Kursrückgänge, ab deren Erreichen von einem signifikanten Kursverlust auszugehen ist, zum Teil deutlich höher⁹²⁰.

Zuständige Behörde für den Erlass von Maßnahmen nach Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 ist in Deutschland – abweichend von der grundsätzlichen Zuständigkeit der BaFin – die Börsengeschäftsführung des jeweiligen Handelsplatzes (§ 15 Abs. 5a BörsG). Über diese Zuständigkeitsfrage hatte es vor der Verabschiedung des EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetzes lebhafte Diskussionen gegeben; Gegner einer Zuständigkeit der Börsengeschäftsführungen befürchteten das Entstehen leicht zu umgehender Insellösungen mit entsprechenden Ausweicheffekten an andere Handelsplätze sowie mangelhafte

⁹¹⁷ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 26.

⁹¹⁸ Vergleiche hierzu: Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung 27.

⁹¹⁹ Stets gerechnet von der Schlussnotierung des Vortages, vgl. Delegierte Verordnung (EU) 919/2012, Art. 2.

⁹²⁰ Vergleiche: Art. 23 Abs. 5 Verordnung EU 236/2012 i.V.m. Art. 23 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012. Eine ausführliche Darstellung der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 findet sich unter Ziffer III.A.8c) dieser Arbeit.

Überwachungs- und Vollzugsmöglichkeiten der Börsengeschäftsführungen⁹²¹. Die Bundesregierung vertrat dagegen die Auffassung, die Geschäftsführungen der Börsen verfügten für eine sachgerechte Ausübung ihrer Kontrollfunktion über alle erforderlichen Daten. Zudem hätten sie mit dem Recht zur Handelsaussetzung (§ 25 BörsG) bereits eine vergleichbare Kompetenz⁹²². Letztlich entschied man sich – wohl sachgerecht – aufgrund der größeren Sachnähe der Börsengeschäftsführungen, diese mit den Befugnissen des Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 zu betrauen. Ausweicheffekte lassen sich durch eine enge Abstimmung der unterschiedlichen Handelsplätze (§ 8 BörsG) minimieren, bei der Datenerhebung und Überwachung kann im Wege der Amtshilfe auf die Unterstützung der BaFin zurückgegriffen werden⁹²³.

Über die Verhängung temporärer Handelsbeschränkungen gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 sind die ESMA und andere zuständige Behörden zu unterrichten⁹²⁴. Nationale Marktaufsichtsbehörden haben von der Eingriffsermächtigung des Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 bereits mehrfach Gebrauch gemacht: So untersagte die portugiesische Marktaufsichtsbehörde *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)* im Juli 2014 für einige Tage Leerverkäufe in Aktien der portugiesischen Privatbank *Banco Espírito Santo* (heute: *Banco Novo*), nachdem deren Aktienkurs um 15% eingebrochen war⁹²⁵. Die britische Marktaufsichtsbehörde *Financial Conduct Authority (FCA)* erließ zeitgleich in Anlehnung an das Leerverkaufsverbot der *CMVM* und ebenfalls auf Grundlage des Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 ein temporäres Leerverkaufsverbot für Aktien der Bank *Banco Espírito Santo*, nachdem deren Kurs auch an britischen Handelsplätzen stark nachgegeben hatte⁹²⁶. Im

⁹²¹ Budimir und Schaper 2012, S. 1; Deutsches Aktieninstitut 04.06.2012; Der Bundesrat sprach sich gegen eine Qualifizierung der Börsengeschäftsführung als zuständige Behörde im Sinne des Artikels 23 Absatz 1 Verordnung (EU) 236/2012 aus. Begründung: Es sei für weder für die Geschäftsführung einer Börse noch für eine Handelsüberwachungsstelle (HüSt) möglich, die Einhaltung von Leerverkaufsverböten oder Beschränkungen im Börsenhandel zu überwachen, da für diese nicht erkennbar sei, ob Verkaufsaufträge, die ein Handelsteilnehmer in die Börsensysteme einstellt, durch entsprechende Wertpapiere im Bestand des Handelsteilnehmers gedeckt seien. Das Verbot müsse folglich von den die Kundenaufträge durchführenden Intermediären in einer Weise umgesetzt werden, dass diese Verkaufsaufträge ihrer Kunden ohne ausreichende Deckung nicht ausführen. Die Überwachung der Einhaltung eines Leerverkaufsverbotes sei damit im Kern eine Überwachung der Kreditinstitute, die in Deutschland grundsätzlich der BaFin obliege. Vergleiche: Bundesrat 2012, S. 3.

⁹²² Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode 2012, Anlage 4 - Gegenäußerung der Bundesregierung.

⁹²³ So auch Hirte, der sowohl die vom Bundesrat, wie auch die von der Bundesregierung vertretenen Positionen für vertretbar hält, letztlich aber die in § 15 Abs. 5a BörsG vorgenommene Regelung favorisiert. Vergleiche: Hirte 2012, S. 2–3.

⁹²⁴ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 26.

⁹²⁵ TPN/ LUSA 2014.

⁹²⁶ Das am 31.07.2014 von der FCA erlassene Leerverkaufsverbot galt zunächst nur bis zum Ende des Tages, wurde aber nachfolgend gemäß Art. 23 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 bis zum 4. August 2014 (11.59pm) verlängert. Vgl. Financial Conduct Authority 31.07.2014; Financial Conduct Authority 01.08.2014.

Oktober 2014 traten *CMVM* und *FCA* erneut in Aktion; Dieses Mal untersagten beide Behörden kurzzeitig Leerverkäufe in Aktien des portugiesischen Telekommunikationsunternehmens *Portugal Telecom*⁹²⁷ an portugiesischen und an britischen Handelsplätzen, nachdem dessen Aktienkurs infolge einer indirekten Beteiligung des Unternehmens an der kriselnden *Banco Espírito Santo* stark nachgegeben hatte⁹²⁸.

(5) Ermittlungsbefugnisse nationaler Behörden, Art. 33 Verordnung (EU) 236/2012

Den zuständigen nationalen Behörden werden über Art. 33 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 umfangreiche Befugnisse zum Zweck der Durchsetzung und Überwachung der EU-Leerverkaufsverordnung zugewiesen. Die zuständigen Behörden haben das Recht:

- Unterlagen aller Art einzusehen und Kopien davon zu erhalten oder anzufertigen,
- von jeder natürlichen oder juristischen Person Informationen zu verlangen und, falls notwendig, natürliche oder juristische Personen vorzuladen und zu vernehmen, um Informationen zu erlangen,
- angekündigte und unangekündigte Prüfungen vor Ort durchzuführen,
- bereits vorhandene Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen anfordern,
- die Einstellung von Praktiken zu verlangen, die gegen die Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung verstoßen,
- das Einfrieren und/oder die Beschlagnahme von Vermögenswerten zu verlangen⁹²⁹.

Die Ausübung der vorstehend genannten Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse hat im Einklang mit dem jeweils anwendbaren nationalen Recht zu erfolgen⁹³⁰. In Deutschland hat gemäß § 30h Abs. 1 WpHG die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die sich aus der Verordnung (EU) 236/2012 für die nationalen Aufsichtsbehörden ergebenden Kompetenzen und Befugnisse wahrzunehmen. Damit liegen auch die in Art. 33 Verordnung (EU) 236/2012 genannten Ermittlungsbefugnisse bei der BaFin⁹³¹.

⁹²⁷ Portugal Telecom, SGPS S.A. (ISIN: PTPTC0AM0009).

⁹²⁸ Bray 2014; Financial Conduct Authority 21.10.2014.

⁹²⁹ Die vorstehende Aufzählung gibt den Gesetzestext des Art. 33 Abs. 2 lit. a)-f) wörtlich wieder.

⁹³⁰ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 33 Abs. 2 S.1.

⁹³¹ Eine Abweichung von der allgemeinen Befugniszuweisung an die BaFin nach § 30h Abs. 1 WpHG ist allerdings hinsichtlich der Befugnis gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehen, bei signifikanten Kursrückgängen Leerverkäufe temporär einzuschränken. Für derartige Leerverkaufsbeschränkungen ist gemäß §

**(6) Zusammenarbeit zuständiger Behörden
verschiedener Mitgliedsstaaten, mit Drittländern und
mit der ESMA, Art. 35 - 37 & 38 Verordnung (EU)
236/2012**

Der Verordnungsgeber hält eine enge Kooperation der nationalen Behörden der Mitgliedsstaaten mit der ESMA, eine Zusammenarbeit der nationalstaatlichen Behörden untereinander, sowie eine Kooperation der nationalstaatlichen Behörden der Mitgliedsstaaten mit den zuständigen Behörden von Drittstaaten bei der Durchsetzung und Überwachung der durch die Leerverkaufsverordnung getroffenen Anordnungen für zwingend erforderlich⁹³². Durch Art. 35, 36, 37 und 38 Verordnung (EU) 236/2012 soll diese Zusammenarbeit ermöglicht und gestärkt werden.

Art. 35 Verordnung (EU) verpflichtet die nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten zu einer Zusammenarbeit und zum Informationsaustausch, soweit dies zur Erreichung der von der Verordnung (EU) 236/2012 definierten Zielvorgaben erforderlich ist.

Durch Art. 36 Verordnung (EU) 236/2012 werden die nationalen Aufsichtsbehörden zu einer engen Zusammenarbeit mit der ESMA verpflichtet. Die Zusammenarbeit der ESMA mit den nationalen Aufsichtsbehörden erfolgt entsprechend der in der Verordnung (EU) 1095/2010⁹³³ niedergelegten Grundsätze. Die nationalen Aufsichtsbehörden haben der ESMA gemäß Art. 36 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 alle für die Ausführung ihrer Aufgaben erforderlichen Informationen zur Verfügung zu stellen.

Art. 37 Verordnung (EU) 236/2012 verpflichtet die zuständigen Behörden der Mitgliedsstaaten auf Ersuchen einer zuständigen Behörde eines anderen Mitgliedsstaates, vor Ort Prüfungen oder Ermittlungen durchzuführen. Die örtlich zuständige Behörde kann der ersuchenden Behörde gestatten, sich an ihren Ermittlungen oder Untersuchungen zu beteiligen oder diese sogar selbst durchzuführen. Alternativ können auch Rechnungsprüfer und Sachverständige mit der Durchführung von Untersuchungen beauftragt werden⁹³⁴. Der

30h Abs. 1 S.2 i.V.m. §§ 15 Abs. 5a, 25 Abs. 3 BörsG die Geschäftsführung der jeweiligen Börse zuständig.
Vgl. Mock in Hirte und Möllers 2014, § 30h, Rdn. 33–34.

⁹³² Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung 31.

⁹³³ Verordnung (EU) 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission.

⁹³⁴ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 37 Abs. 2 lit. a)-d).

europäischen Marktaufsichtsbehörde ESMA kommt in diesem Zusammenhang eine koordinierende Funktion zu⁹³⁵.

Die ESMA ist berechtigt, die zuständigen nationalen Behörden mit der Durchführung von Ermittlungen und Prüfungen vor Ort zu beauftragen, soweit dies zur Erlangung von Informationen erforderlich ist, die der ESMA die Ausübung ihrer durch die Verordnung (EU) 236/2012 übertragenen Befugnisse ermöglichen⁹³⁶.

Die zuständigen nationalen Behörden werden durch Art. 38 Verordnung (EU) 236/2012 ausdrücklich angehalten, mit den Aufsichtsstellen möglichst vieler Drittländer Kooperationsvereinbarungen zu schließen, die den zur Durchsetzung der Verordnung (EU) 236/2012 erforderlichen Informationsaustausch gewährleisten. In die Vereinbarung solcher Kooperationsvereinbarungen ist die ESMA koordinierend einzubeziehen⁹³⁷. Sinn und Zweck dieser Regelung ist es, die universal geltenden Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung durchzusetzen⁹³⁸ sowie die Umsetzung der Ausnahmeregelung des Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 (Ausnahme für in Drittländern befindliche Haupthandelsplätze) zu ermöglichen⁹³⁹. Der Abschluss von Koordinationsvereinbarungen mit Aufsichtsstellen von Drittländern steht allerdings unter dem Vorbehalt, dass der Schutz der weitergegebenen Daten gewährleistet ist⁹⁴⁰.

b) Die Befugnisse der European Securities and Markets Authority (ESMA)

Der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde European Securities and Markets Authority (ESMA) kommt im Zusammenspiel der europäischen Aufsichtsbehörden zuvörderst eine koordinierende Funktion zu. In Ausnahmesituationen soll der ESMA aber auch eine unmittelbare Eingriffsbefugnis gegenüber Marktteilnehmern zustehen.

⁹³⁵ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 37 Abs. 1, S.2.

⁹³⁶ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 37 Abs. 3.

⁹³⁷ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 38 Abs. 3.

⁹³⁸ Zum Anwendungsbereich der Verordnung (EU) 236/2012 vgl. Abschnitt III.A.1.a) dieser Arbeit

⁹³⁹ Verordnung (EU) 236/2012, Art. 38 Abs. 2.

⁹⁴⁰ Vergleiche hierzu: Verordnung (EU) 236/2012, Art. 38 Abs. 4. Hinsichtlich der weitergegebenen Daten muss mindestens das Schutzniveau des Art. 34 der Verordnung (EU) 236/2012 (Schutz des Berufsgeheimnisses) erreicht werden.

(1) Koordinierende Funktion gemäß Art. 27 Verordnung (EU) 236/2012

Der ESMA kommt bei der Leerverkaufsüberwachung primär eine koordinierende Rolle zu. Gemäß Art. 27 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 unterstützt und koordiniert die ESMA die Maßnahmen der jeweils zuständigen Behörden. Dadurch gewährleistet sie ein kohärentes Vorgehen der Marktaufsichtsbehörden der EU-Mitgliedsstaaten. Die Verpflichtung der nationalen Aufsichtsbehörden, ihre gemäß der Art. 18- 21 und 23 Verordnung (EU) 236/2012 getroffenen Maßnahmen unverzüglich der ESMA zu melden⁹⁴¹, ermöglicht dieser die Ausübung Ihrer Koordinationsaufgaben.

Die der ESMA durch die Verordnung (EU) 236/2012 übertragenen Kompetenzen sind allerdings nicht allein koordinierender Natur; Soweit nationale Behörden von den in den Art. 18- 21 und 23 Verordnung (EU) 236/2012 eingeräumten Eingriffsbefugnissen Gebrauch machen, gibt die ESMA binnen 24 Stunden eine Stellungnahme bezüglich der ergriffenen Maßnahmen ab und veröffentlicht diese Stellungnahme auf ihrer Website. In der Stellungnahme werden die von der nationalen Behörde ergriffene Maßnahme hinsichtlich ihrer Eignung, Angemessenheit und Erforderlichkeit bewertet (vgl. Art. 27 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012). Derartige – bislang meist wohlwollende – Stellungnahmen hat die ESMA inzwischen mehrfach abgegeben⁹⁴². Soweit die ESMA eine von einer nationalen Behörde erlassene Maßnahme nicht für zweckmäßig oder weitere Maßnahmen für erforderlich hält, so veröffentlicht sie auch diese Einschätzung auf ihrer Website.

Soweit sich die jeweils agierende nationale Behörde nicht den Vorschlägen der ESMA anschließt und dementsprechende Maßnahmen ergreift, so hat sie gemäß Art. 27 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012 binnen 24 Stunden nach Erhalt der von der ESMA abgegebenen Stellungnahme die Gründe für ihr Vorgehen detailliert zu erläutern und diese Erläuterung auf ihrer Website zu veröffentlichen (vgl. Artikel 27 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012). In diesem Fall kann die ESMA von ihren eigenen Eingriffsbefugnissen (Art. 27 Abs. 3 S. 2 i.V.m. Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012) Gebrauch machen.

⁹⁴¹ Art. 26 Abs.3 S.1 Verordnung EU 236/2012: „Die Unterrichtung über einen Vorschlag zur Verhängung oder Verlängerung einer Maßnahme nach den Artikeln 18, 19, 20 oder 21 erfolgt spätestens 24 Stunden vor dem geplanten Inkrafttreten der Maßnahme oder ihrer Verlängerung.“

⁹⁴² European Securities and Markets Authority 2012c; European Securities and Markets Authority 2012b; European Securities and Markets Authority 2015. Hinsichtlich einer von der griechischen Finanzmarktaufsichtsbehörde Hellenic Capital Market Commission (HCMC) beabsichtigten Verlängerung eines Leerverkaufsverbotes bezüglich der Aktien der Attica Bank S.A. veröffentlichte die ESMA allerdings am 11. Januar 2016 eine Opinion, in der die von der HCMC beabsichtigten Verlängerung des Leerverkaufsverbotes negativ bewertet wurde: European Securities and Markets Authority 2016.

(2) Eingriffsbefugnis der ESMA gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012

Die ESMA verfügt gemäß Art. 28 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 über die Befugnis, Marktteilnehmer zur Meldung oder Offenlegung von Netto- Leerverkaufspositionen zu verpflichten oder Verbote und Bedingungen hinsichtlich der Durchführung von Leerverkäufen oder vergleichbaren Transaktionen zu erlassen. Derartige Maßnahmen können sowohl in dem Erlass von in der gesamten Union anwendbaren abstrakt-generellen Vorschriften (bspw. Erlass eines EU-weiten Leerverkaufsverbots), wie auch in konkret-individuellen Anordnungen (Verpflichtung eines konkreten Marktteilnehmers, seine Netto-Leerverkaufspositionen zu melden oder offenzulegen oder Leerverkäufe zu unterlassen) bestehen und auf diese Weise ggf. auch Entscheidungen nationaler Aufsichtsbehörden substituieren⁹⁴³.

Diese Eingriffsbefugnisse der ESMA bestehen allerdings nur innerhalb der durch Art. 28 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 gezogenen Grenzen: Zunächst muss die ergriffene Maßnahme erforderlich sein, um einer grenzübergreifenden Gefahr für die ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems in der Union zu begegnen (Art. 28 Abs. 2a) Verordnung (EU) 236/2012). Zudem ist ein Eingreifen der ESMA nur zulässig, soweit die primär zuständige nationale Aufsichtsbehörde nicht ihrerseits Maßnahmen ergriffen hat oder wenn eine von der primär zuständigen nationalen Behörde ergriffene Maßnahmen unzureichend ist (vgl. Art. 28 Abs.2 b) Verordnung (EU) 236/2012).

Vor einem Eingriff gemäß Art. 28 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 hat die ESMA in einen umfangreichen Abwägungsprozess einzutreten: Zunächst ist zu berücksichtigen, inwieweit die ergriffene Maßnahme die zu bekämpfende Bedrohung der Finanzmarktstabilität- und Integrität verringern oder die Aufsichtsmöglichkeiten der zuständigen Behörde verbessern kann (Art. 28 Abs. 3 a) Verordnung (EU) 236/2012). Sodann ist die Gefahr des Entstehens von Aufsichtsarbitrage und negativer Auswirkungen auf die Finanzmarkteffizienz – namentlich genannt werden in diesem Zusammenhang die Marktliquidität und eine mögliche Verunsicherung von Marktteilnehmern – in die Abwägung einzubeziehen (Art. 28, Abs. 3 b)

⁹⁴³ Zur Befugnis der ESMA auf Grundlage von Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 sowohl abstrakt-generelle Regelungen, wie auch konkret-individuelle Anordnungen gegenüber einzelnen Marktteilnehmern zu erlassen, vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 108, NJW 2014, 1359.

c) Verordnung (EU) 236/2012). Soweit sich die ESMA nach Abwägung der vorstehend genannten Belange für ein Eingreifen entscheidet, hat sie die zuständigen nationalen Behörden, den Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) und ggf. andere zuständige Behörden detailliert zu unterrichten. Diese Unterrichtungen sollen im Regelfall spätestens 24 Stunden vor Inkrafttreten der Maßnahme erfolgen. Die getroffene Maßnahme ist unter Beifügung einer ausführlichen Begründung auf der Website der ESMA zu veröffentlichen (vgl. Art. 28 Abs. 4-7 Verordnung (EU) 236/2012) und in geeigneten Zeitabständen – mindestens alle drei Monate – zu überprüfen. Wird die getroffene Maßnahme nicht spätestens nach Ablauf von drei Monaten verlängert, so tritt sie automatisch außer Kraft (Art. 28 Abs. 10 Verordnung EU 236/2012).

Die in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Eingriffsbefugnis der ESMA ist insofern ungewöhnlich, als EU-Agenturen – eine solche ist die ESMA – nach der grundlegenden *Meroni*-Rechtsprechung des EuGH keine politischen Ermessensentscheidungen treffen dürfen⁹⁴⁴. Zudem können EU-Agenturen auf Grundlage des ausschließlich der Angleichung nationaler Rechts- und Verwaltungsvorschriften dienenden Art. 114 AEUV⁹⁴⁵ keine Exekutivkompetenzen übertragen werden. Die Beachtung der vorstehend skizzierten Grundsätze durch den europäischen Gesetzgeber erscheint – angesichts der der ESMA durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 übertragenden weitreichenden Befugnisse – fraglich. Dieser Umstand, aber auch weitere gegen Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 bestehende rechtliche Bedenken, veranlassten die Regierung des Vereinigten Königreichs von Großbritannien und Nordirland, Art. 28 der Leerverkaufsverordnung durch den Europäischen Gerichtshof überprüfen zu lassen⁹⁴⁶. Der EuGH bestätigte Anfang 2014 die Wirksamkeit des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012⁹⁴⁷. Eine kritische Würdigung des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 unter Berücksichtigung des europäischen Primärrechts sowie eine Einordnung der diesbezüglichen Entscheidung des EuGH erfolgt nachfolgend unter Ziffer IV.A.4.

⁹⁴⁴ EuGH, Urteil vom 13.06.1958, Az: 9/56, Slg. 1958, 11.

⁹⁴⁵ Die Verordnung (EU) 236/2012 wurde auf Grundlage von Art. 114 AEUV erlassen. Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Einleitung.

⁹⁴⁶ Regierung des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland 2012.

⁹⁴⁷ EuGH, 22.01.2014 – C 270/12.

(3) Untersuchungen der ESMA gemäß Art. 31 Verordnung (EU) 236/2012

Auf Antrag einer oder mehrerer zuständiger Behörden der Mitgliedsstaaten, des Europäischen Parlaments des Europäischen Rates, der Kommission und auch auf eigene Initiative kann die ESMA gemäß Art. 31 Verordnung (EU) 236/2012 Marktpraktiken oder bestimmte im Zusammenhang mit Leerverkäufen stehende Sachverhalte untersuchen um zu klären, inwieweit die betreffende Frage oder Marktpraktik die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen an Handelsplätzen der EU bedrohen könnte. Die Untersuchungsergebnisse sind innerhalb von 3 Monaten nach Abschluss der Untersuchung zu veröffentlichen. Die ESMA kann in diesem Zusammenhang auch Empfehlungen zu der untersuchten Frage oder Marktpraxis abgeben.

8. Die Konkretisierung der Verordnung (EU) 236/2012 mittels Delegierter Verordnungen und Durchführungsverordnungen der Europäischen Kommission

Die Europäische Kommission hat die Verordnung (EU) 236/2012 mittels dreier delegierter Verordnungen⁹⁴⁸ sowie mit einer Durchführungsverordnung⁹⁴⁹ konkretisiert: Den Erlass der delegierten Verordnungen und der Durchführungsverordnung stützt die Europäische Kommission auf die Art. 42 und 44 der zugrundeliegenden Verordnung (EU) 236/2012 sowie auf Art. 290 bzw. 291 Abs. 2 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

a) Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 Verordnung der Kommission vom 29. Juni 2012

Mit der Delegierten Verordnung (EU) 826/2012 wurden einheitliche technische Standards für die von den Marktteilnehmern aufgrund der Verordnung (EU) 236/2012 an die zuständigen nationalen Marktaufsichtsbehörden zu übermittelnden Meldungen und Informationen geschaffen. Ferner legt die Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 einheitliche Standards für die aufgrund der Verordnung (EU) 236/2012 von den nationalen Aufsichtsbehörden an die ESMA zu übermittelnden Informationen fest.

⁹⁴⁸ Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 Verordnung der Kommission vom 29. Juni 2012; Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 Verordnung der Kommission vom 05. Juli 2012; Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 Verordnung der Kommission vom 05. Juli 2012.

⁹⁴⁹ Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 Der Kommission vom 29. Juni 2012.

Durch Art. 2 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 werden einheitliche Meldestandards hinsichtlich der von den Marktteilnehmern den zuständigen Aufsichtsbehörden zu übermittelnden Informationen bezüglich Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien, in öffentlichen Schuldtiteln und in ungedeckten Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel sowie hinsichtlich der Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien festgelegt (vgl. Art. 5 Abs. 1, Art. 7 Abs. 1, Art. 8 Verordnung (EU) 236/2012). Die konkret zu übermittelnden Informationen – bspw. Angaben, die der Identifizierung des Inhabers einer gemeldeten Netto-Leerverkaufsposition dienen aber auch Angaben zu dem Wertpapier, in dem eine Netto-Leerverkaufsposition gehalten wird – werden detailliert in Anhang I, Tabelle 1 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 aufgelistet.

Art. 3 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 konkretisiert die Offenlegung von Informationen über Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit (vgl. Art. 6 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012). Die bei einer Offenlegung von Netto-Leerverkaufspositionen anzugebenden Informationen (Positionsinhaber, Name des Emittenten, ISIN, Netto-Leerverkaufsposition in Prozent, Datum der Position) werden detailliert in Anhang I Tabelle 2 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 aufgelistet.

Die Art. 4 und 5 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 enthalten konkretisierende Vorgaben hinsichtlich der quartalsweise sowie hinsichtlich der auf Anfrage der ESMA von den nationalen Aufsichtsbehörden an die ESMA zu übermittelnden Informationen (vgl. Art. 11 Verordnung (EU) 236/2012).

Schließlich legt Art. 7 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 technische Standards hinsichtlich der Berechnung des Umsatzes einer Aktie zwecks Bestimmung des Haupthandelsplatzes einer Aktie fest (vgl. Art. 16 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012).

b) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012

Die Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 konkretisiert die Verfahren hinsichtlich der Offenlegung von Nettopositionen in Aktien gegenüber der Öffentlichkeit sowie hinsichtlich der Bereitstellung von Informationen für die ESMA durch die nationalen Aufsichtsbehörden (vgl. Art. 11 Verordnung (EU) 236/2012). Zudem legt die Durchführungsverordnung fest, welche Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen angemessen gewährleisten, dass

eine leer verkaufte Aktie für die Abwicklung des Leerverkaufs verfügbar sein wird (vgl. Art. 11 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012). Schließlich enthält die Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 auch Bestimmungen hinsichtlich der Ermittlung des Haupthandelsplatzes von Aktien. Die Bestimmung des Haupthandelsplatzes ist insofern relevant, als Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 die Nichtanwendbarkeit zentraler Bestimmungen der EU-Leerverkaufsverordnung auf Aktien vorsieht, deren Haupthandelsplätze sich in Drittländern befinden.

Art. 2 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 legt einheitliche Standards hinsichtlich des Verfahrens zur Offenlegung signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien fest (vgl. Art. 9 Abs. 4 Verordnung (EU) 236/2012). Danach sind Informationen über Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien über eine zentrale, von der jeweils zuständigen Behörde verwalteten oder beaufsichtigten Website offenzulegen. In Deutschland erfolgt die Offenlegung von Netto-Leerverkaufspositionen seit dem 01.11.2012 unter der Rubrik „Netto-Leerverkaufspositionen“ im Bundesanzeiger⁹⁵⁰. Die von der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 vorausgesetzte Beaufsichtigung der elektronischen Veröffentlichungsplattform (Bundesanzeiger) durch die zuständige Behörde (BaFin) wird mittels § 14 Netto-Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) sichergestellt⁹⁵¹.

Die Veröffentlichung der Netto-Leerverkaufspositionen hat in dem in Anhang I Durchführungsverordnung festgelegten Formt zu erfolgen. Sie muss die folgenden Angaben enthalten:

- Positionsinhaber
- Name des Emittenten
- ISIN des Aktientitels
- Netto-Leerverkaufsposition in Prozent
- Datum, an dem die Position eröffnet, geändert oder geschlossen wurde.

⁹⁵⁰ Die Rubrik „Nette-Leerverkaufspositionen“ des Bundesanzeigers ist elektronisch online abrufbar unter: https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet?page.navid=to_nlp_start (Stand: 08.05.2016).

⁹⁵¹ Die Verordnung zur Konkretisierung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen (Netto-Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV)) wurde von der BaFin auf Grundlage von § 30h Absatz 4 Satz 1 Nummer 1 und Nummer 1a WpHG i.V.m. § 1 Abs. 1 Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFinBefugV) erlassen.

Jede Veröffentlichung von Netto-Leerverkaufspositionen muss gemäß Art. 2 a) - e) Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 den Nutzern der Website die schnelle Erfassung der offenlegungspflichtigen Netto-Leerverkaufspositionen ermöglichen.

Die Art. 3 und 4 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 konkretisiert die Formate, in denen die nationalen Aufsichtsbehörden der ESMA Informationen über Netto-Leerverkaufspositionen zu übermitteln haben (vgl. Art. 11 Verordnung (EU) 236/2012). Das Format, in dem die zuständigen Behörden der ESMA vierteljährlich die ihnen gemeldeten Netto-Leerverkaufspositionen zu übermitteln haben, ist in Anhang II der Durchführungsverordnung (EU 827/2012) präzisiert. Auch hier sind der Name des Emittenten, die ISIN und der Ländercode des betreffenden Wertpapiers sowie das Datum jeder offenlegungspflichtigen Netto-Short-Position mitzuteilen. Zudem sind Angaben zu aggregierten Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien (tägliche Angaben bei Aktien des wichtigsten nationalen Indexes und quartalsweise Angaben bei den übrigen Aktien) sowie aggregierte Angaben zu Netto-Leerverkaufspositionen in öffentlichen Schuldtiteln und bei ungedeckten Positionen in Credit Default Swaps eines öffentlichen Emittenten zu übermitteln.

Die Art. 5-8 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 präzisieren, welche Arten von Vereinbarungen, Zusagen und Maßnahmen zur angemessenen Gewährleistung der Verfügbarkeit von Wertpapieren für die Geschäftsabwicklung von einem Leerverkäufer zur Deckung seines Leerverkaufs abgeschlossen werden können. So bestimmt Art 5 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012, durch welche Leihvereinbarungen oder vergleichbare Vereinbarung⁹⁵² Aktienleerverkäufe gedeckt werden können. In Betracht kommen hier etwa Termingeschäfte und Swaps, Optionen, Rückkaufvereinbarungen, ständige Vereinbarungen über rollierende Fazilitäten, Bezugsrechtsvereinbarungen, sowie sonstige Vereinbarungen, die die Lieferung der leer verkauften Aktien nach sich ziehen.

Die Art. 6 & 7 der Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 präzisieren, welche Lokalisierungszusagen und Bestätigungen zur Deckung von Leerverkäufen in Aktien bzw. in öffentlichen Schuldtiteln herangezogen werden können⁹⁵³. Art. 8 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 benennt diejenigen Marktteilnehmer, von denen Lokalisierungszusagen entgegengenommen werden dürfen: Dies sind in erster Linie Wertpapierfirmen, zentrale

⁹⁵² vgl. Art. 12 Abs. 1b) Verordnung (EU) 236/2012.

⁹⁵³ vgl. Art. 12 Absatz 1 c) bzw. Artikel 13 Absatz 1 c) Verordnung (EU) 236/2012.

Gegenparteien, Wertpapierliefer- und -abrechnungssysteme sowie Zentralbanken und nationale Schuldenverwaltungsstellen.

Die Art. 9- 12 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 enthalten präzisierende Angaben hinsichtlich der Ermittlung des Haupthandelsplatzes einer Aktie⁹⁵⁴. Die in diesem Zusammenhang anzustellenden Berechnungen sind alle zwei Jahre jeweils zu Jahresbeginn von den nationalen Aufsichtsbehörden durchzuführen. Die nationalen Aufsichtsbehörden teilen der ESMA sodann jeweils bis Ende Februar mit, bei welchen Aktien der Haupthandelsplatz außerhalb der Union liegt (vgl. Art. 10 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012). Die ESMA veröffentlicht sodann eine Liste mit Aktien, deren Haupthandelsplatz sich außerhalb der Union befindet. Diese Liste wird im Bedarfsfall überarbeitet (vgl. Art. 11 & 12 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012).

c) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 der Kommission vom 05. Juli 2012

Die Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 enthält – neben Präzisierungen der nachfolgend dargestellten zentralen Begriffe der Leerverkaufsverordnung (EU) 236/2012 – detaillierte Bestimmungen hinsichtlich der Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen sowie hinsichtlich der Definition „signifikanter Wertverluste“ und „ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen“. Die Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 ist damit sowohl für Marktteilnehmer relevant – etwa im Zusammenhang mit der Berechnung melde- und offenlegungspflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen – als auch für die nationalen Aufsichtsbehörden. Letztere können bei Auftreten „signifikanter Wertverluste“ oder „ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen“ Leerverkäufe zusätzlichen Transparenzerfordernissen oder Einschränkungen unterwerfen⁹⁵⁵.

Art 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 enthält präzisierende Bestimmungen hinsichtlich der Frage, wann ein Marktteilnehmer als „Eigentümer“ eines Finanzinstruments im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012 anzusehen ist. Bei der Bestimmung der Eigentümerposition kommt es auf das Innehaben des *wirtschaftlichen Eigentums* an einem Finanzinstrument an. Das wirtschaftliche Eigentum liegt stets bei derjenigen Person, die das mit dem Erwerb eines Finanzinstruments verbundene wirtschaftliche Risiko trägt (vgl. Art. 3 Abs. 1 Delegierte

⁹⁵⁴ Haupthandelsplatz einer Aktie ist der Handelsplatz, an dem der mit dieser Aktie generierte Umsatz am höchsten ist (vgl. Art. 2 Abs. 1 m) Verordnung (EU) 236/2012.

⁹⁵⁵ Vgl. Art. 18-21, 24 Verordnung (EU) 236/2012.

Verordnung (EU) 918/2012). Art 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 enthält ferner eine Präzisierung der bereits durch Artikel 2 Absatz 1 b) Ziffern i- iii Verordnung (EU) 236/2012 von dem Begriff des Leerverkaufs ausgenommenen Verkaufstransaktionen. Im Wesentlichen handelt es sich hier um Verkaufsgeschäfte über Wertpapiere, über die der Verkäufer zum Zeitpunkt des Verkaufs zwar nicht verfügt, die er aber rechtzeitig zum Erfüllungszeitpunkt des Verkaufsgeschäfts beschaffen kann. Die gilt etwa für den Verkauf von Wertpapieren, die zum Verkaufszeitpunkt verliehen sind, die aber kurzfristig zurückgefordert werden können.

Art. 4 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 bestimmt ferner, wann ein Marktteilnehmer eine Aktie oder ein Schuldinstrument im Sinne von Artikels 3 Absatz 2 a) der Verordnung (EU) 236/2012 „hält“. Dies ist dann der Fall, wenn der Verkäufer Eigentümer des verkauften Wertpapiers ist, oder wenn er einen durchsetzbaren Anspruch auf Übertragung des Eigentums an der Aktie oder dem Schuldinstrument hat.

Die Art. 5-10 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 enthalten präzisierende Bestimmungen hinsichtlich der Bestimmung von Netto Leerverkaufspositionen in Aktien und in öffentlichen Schuldtiteln, wenn Long-oder Short- Positionen nicht allein in Aktien, sondern bspw. auch in Basket-Produkten oder in abgeleiteten Finanzprodukten gehalten werden. Im Zusammenhang mit Aktienleerverkäufen sind hier die Art. 6 (Berechnung von Long-Positionen), Art. 7 (Berechnung von Short-Positionen) und Art. 10 (Methode für die Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen in Aktien) Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 relevant.

Die Art. 12-13 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 enthalten präzisierende Angaben hinsichtlich der Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen in Fonds oder Gruppen gemäß Art. 3 Abs. 7 c) Verordnung (EU) 236/2012. Die Vorschriften bestimmen bspw. wann Netto-Leerverkaufspositionen unterschiedlichen „Verwaltungsstellen“ zuzuordnen sind⁹⁵⁶. Diese Frage spielt bei der Ermittlung meldepflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen gemäß Art. 12/12 Verordnung (EU) 236/2012 eine wichtige Rolle. Konkretisierende Vorgaben hinsichtlich der Berechnung von in einer Gruppe (Konzernverbund) gehaltener Netto-Leerverkaufspositionen finden sich in Art. 13 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012.

⁹⁵⁶ Eine „Verwaltungsstelle“ ist gemäß Art. 12 Abs. 2 lit. c) der delegierten Verordnung (EU) 918/1012 „eine juristische Person oder Stelle, einschließlich eines Unternehmensbereichs, eines Referats oder einer Abteilung, die auf der Grundlage eines Mandats nach eigenem Ermessen Fonds oder Portfolios verwaltet“.

Die Art. 14-22 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 betreffen Transaktionen in Credit Default Swaps sowie in öffentlichen Schuldtiteln und sind daher für die vorliegende Arbeit nicht relevant.

Art. 23 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 präzisiert, unter welchen Umständen bei bestimmten illiquiden Finanzinstrumenten „signifikante Wertminderung“ im Sinne von Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 vorliegen, die den nationalen Aufsichtsbehörden die Verhängung temporärer Leerverkaufsbeschränkungen erlauben. Bei illiquiden Aktien sind bereits Kursrückgängen von 10% als „signifikante Wertminderung“ zu betrachten, wenn der betreffende Aktientitel im wichtigsten nationalen Index vertreten ist und als Basisfinanzinstrument eines Derivatekontrakts dient, der zum Handel an einem Handelsplatz zugelassen ist. Bei sonstigen Aktien, deren Aktienkurs 0,50 EUR oder mehr beträgt, sind nur mindestens 20%-ige Kursrückgänge als „signifikante Wertminderung“ zu bewerten. In allen übrigen Fällen stellen nur Kursrückgänge von 40% und mehr eine „signifikante Wertminderung“ im Sinne von Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 dar. Die vorstehend genannten Prozentangaben beziehen sich ausschließlich auf binnen eines Handelstages zu verzeichnende Kursrückgänge illiquider Aktien⁹⁵⁷.

Art. 24 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 konkretisiert, was unter „ungünstigen Ereignissen oder Entwicklungen“ im Sinne der Art. 18- 21 Verordnung (EU) 236/2012 zu verstehen ist. Das Auftreten „ungünstiger Ereignisse oder Entwicklungen“ berechtigt die nationalen Aufsichtsbehörden, Leerverkäufe zusätzlichen Transparenz-Maßnahmen oder Einschränkungen zu unterwerfen. „Ungünstige Ereignisse oder Entwicklungen“ sind Ereignisse, die die Finanzstabilität oder das Marktvertrauen in dem betreffenden Mitgliedstaat oder in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten ernsthaft bedrohen können. Explizit genannt werden in diesem Zusammenhang schwere finanzielle, monetäre oder budgetäre Probleme, die bei einem Mitgliedsstaat oder bei global systemrelevanten Finanzinstituten, Versicherern, Marktinfrastuktur-Anbietern oder Vermögensverwaltungsgesellschaften zu Instabilitäten führen können, soweit dies die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität von Finanzmärkten oder die Stabilität des Finanzsystems in der Union bedrohen kann. Auch Ereignisse, die an den physischen Strukturen von wichtigen Finanzemittenten, Marktinfrastrukturen, Clearing- und Abwicklungssystemen sowie von Aufsichtsbehörden

⁹⁵⁷ Bei liquiden Aktien berechtigen Kursrückgänge von mindestens 10% die nationalen Aufsichtsbehörden zur Verhängung temporärer Leerverkaufsbeschränkungen. Vgl. Art. 23 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012.

bedeutsame Schäden verursachen können – insbesondere Naturkatastrophen oder terroristische Angriffe – oder die eine bedeutsame Störung bei einem Zahlungssystem oder Abwicklungsprozess verursachen könne, sind „ungünstigen Ereignissen oder Entwicklungen“ im Sinne der Art. 18- 21 Verordnung (EU) 236/2012.

d) Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 Verordnung der Kommission vom 05. Juli 2012

Die Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 enthält konkretisierende Angaben hinsichtlich der Methode zur Berechnung von Wertminderungen bei Aktien und anderen Finanzinstrumenten. Konkret legt die Delegierte Verordnung die Methode zur Berechnung der 10%-igen Wertminderung bei liquiden Aktien fest⁹⁵⁸. Die Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 richtet sich damit nicht an Marktteilnehmer, sondern ausschließlich an Aufsichtsbehörden, die bei Auftreten signifikanter Wertminderung gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 temporäre Leerverkaufsbeschränkungen verhängen können.

Gemäß Art. 2 Delegierte Verordnung (EU) 919/2012 werden Wertminderung gegenüber der am vorangehenden Handelstag festgestellten offiziellen Schlussnotierung berechnet. Die Wertberechnung erfolgt stets bezogen auf den konkreten Handelsplatz, an dem die betreffende Aktie gehandelt wird. Bei dieser Berechnung werden Kursrückgänge, die sich auf von dem Emittenten eines Aktientitels in Bezug auf das ausgegebene Aktienkapital beschlossene Maßnahmen zurückführen lassen (bspw. Kapitalmaßnahmen, insbesondere Aktiensplit), nicht berücksichtigt.

9. Umsetzung der Verordnung (EU) 236/2012 in Deutschland

Die Verordnung (EU) 236/2012 ist in Deutschland unmittelbar anwendbar. Sie wird aber durch den konkretisierenden § 30h WpHG und durch die Vorschriften der Netto-Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) und der Leerverkaufsanzeigenverordnung (LAnzV) näher ausgestaltet.

⁹⁵⁸ Ferner legt die delegierte Verordnung (EU) 919/2012 auch die Berechnung von Wertminderungen bei weiteren Finanzinstrumenten – bspw. bei von öffentlichen Emittenten und von Unternehmen begebenen Schuldtiteln oder bei Derivate fest: Vgl. Art 1 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) 919/2012. Für die vorliegende Arbeit sind diese Finanzinstrumente aber nicht relevant, so dass auf weitere diesbezügliche Ausführungen verzichtet wird.

a) §§ 30h, 39 WpHG

Die Verordnung (EU) 236/2012 und die sie flankierenden Delegierten/Ausführungsverordnung sind gemäß Art. 288 S. 2 AEUV unmittelbar anwendbar. Sie bedürfen damit keiner Umsetzung durch nationale Gesetze. Dementsprechend wurde mit Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 das im Jahr 2010 durch das WpMiVoG⁹⁵⁹ eingefügte, in 30h a.F. WpHG kodifizierte generelle Verbot ungedeckter Leerverkäufe von an einem geregelten Markt gehandelter Aktien und europäischer Staatsanleihen aufgehoben⁹⁶⁰. Auch die in § 30i a.F. WpHG enthaltene Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen wurden mit Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 obsolet und aufgehoben.

Heute sind in § 30h WpHG die zur Umsetzung der Verordnung (EU) 236/2012 erforderlichen nationalen Regelungen enthalten. Der Inhalt des § 30h WpHG erschöpft sich in einer Zusammenfassung der für Ausführung der Verordnung (EU) 236/2012 erforderlichen Zuständigkeits- und Verfahrensvorschriften.

Gemäß § 30h Abs. 1 WpHG ist die BaFin grundsätzlich zuständige Behörde im Sinne der Verordnung (EU) 236/2012. Einzig die Befugnis zur Verhängung befristeter Beschränkung von Leerverkäufen bei Finanzinstrumenten, die einen signifikanten Kursverfall erlitten haben (Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012) liegt gemäß § 30h Abs. 1 S. 2 WpHG i.V.m. §§ 15 Absatz 5a, 25 Abs. 3 BörsG bei der Geschäftsführung der für das betreffende Wertpapier zuständigen Börse. Zu dieser Ausnahme von der Regelzuständigkeit der BaFin hat sich der Gesetzgeber aufgrund der größeren Sachnähe der Börsengeschäftsführung zum täglichen Handelsgeschehen entschlossen⁹⁶¹. § 30h Abs. 1 S. 2 WpHG sieht ergänzend den Rückgriff auf die allgemeinen Aufsichtsbefugnisse und -verfahren der BaFin nach den Abschnitten 1 und 2 des WpHG vor. Die eine

Die eine Zusammenarbeit mit zuständigen Stellen im Ausland bzw. Verschwiegenheitspflichten betreffenden § 7 Absatz 4 Satz 5 bis 8 WpHG und § 8 Absatz 1 Satz 3 WpHG werden von dieser Rückgriffbefugnis ausgenommen, da die Artikel 35 bis 40

⁹⁵⁹ Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (WpMiVoG) vom 21.07.2010 BGBl. I S. 945 (Nr. 38).

⁹⁶⁰ Zu § 30h WpHG a.F. siehe vorstehend Abschnitt II.D.2.b) Kapitel sowie Mülbert in: Assmann und Schneider 2012, § 30h.

⁹⁶¹ Von Buttlar/Petersen in: Baur und Just 2015, § 30h, Rdn. 17; Begr. RegE, BT-Drucks. 17/9665, S. 8.

bzw. Artikel 34 der EU-Leerverkaufsverordnung diesbezüglich abschließende Spezialregelungen sind.⁹⁶²

Gemäß § 30h Abs. 2 WpHG ist die BaFin hinsichtlich der Überwachung und Reglementierung von Leerverkäufen an die Verordnung (EU) 236/2012 gebunden. Die Norm begrenzt damit einerseits den Handlungsspielraum der BaFin hinsichtlich Leerverkäufen auf die in der Leerverkaufsverordnung genannten Überwachungs- und Eingriffsbefugnisse. Andererseits ist § 30h Abs. 2 aber auch die zentrale Rechtsgrundlage für Maßnahmen der BaFin, die ein Einschreiten selbiger bei Verstößen gegen Ge- oder Verbote der Verordnung (EU) 236/2012 ermöglicht⁹⁶³. Die BaFin ist bei der Anwendung der sich aus der Verordnung (EU) 236/2012 ergebenden Kompetenzen an das verfassungsrechtliche Verhältnismäßigkeitsgebot gebunden⁹⁶⁴

Gemäß § 30h Abs. 3 WpHG haben Widerspruch und Anfechtungsklage gegen Maßnahmen der BaFin nach § 30h Abs. 2 WpHG in Verbindung mit der Verordnung (EU) 236/2012 keine aufschiebende Wirkung. Allerdings kann der von einer Maßnahme der BaFin betroffene Marktteilnehmer die Herstellung der aufschiebenden Wirkung seines Widerspruchs/ seiner Klage bei der BaFin oder bei dem zuständigen Gericht stellen⁹⁶⁵. Zuwiderhandlungen gegen vollziehbare Anordnungen der BaFin, die auf Grundlage der Art. 18 Abs. 2 S. 2-3 (Meldung und Offenlegung von Netto-Leerverkaufspositionen in Ausnahmesituationen), Art. 19 Abs. 2 (Meldepflicht von Verleihern in Ausnahmesituationen), Art. 20 Abs. 2 (Beschränkung von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen), Art. 21 Abs. 1 (Beschränkung von Transaktionen mit Credit Default Swaps auf öffentliche Schuldtitel in Ausnahmesituationen) sowie Art. 23 Abs. 1 (Befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall) Verordnung (EU) 236/2012 verhängt werden, sind gemäß § 39 Abs. 3a, Abs. 4 WpHG mit Geldbußen bis zu 50.000 EUR zu ahnden.

§30h Abs. 4 WpHG berechtigt das Bundesministerium der Finanzen (BMF) durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen über Inhalt, Art, Umfang und Form von Mitteilungen und Veröffentlichungen von Netto-

⁹⁶² Begr. RegE, BT-Drucks. 17/9665, S. 8.

⁹⁶³ Baur und Just 2015, § 30h, Rdn. 18.

⁹⁶⁴ Baur und Just 2015, § 30h, Rdn. 18; Begr. RegE, BT-Drucks. 17/9665, S. 8-9.

⁹⁶⁵ Baur und Just 2015, § 30h, Rdn. 19.

Leerverkaufspositionen nach den Artikeln 5 bis 8 der Verordnung (EU) 236/2012 zu erlassen. Das BMF kann zudem nähere Bestimmungen hinsichtlich der Beaufsichtigung der Internetseiten des Bundesanzeigers für die Zwecke des Artikels 9 Absatz 4 Satz 2 der Verordnung (EU) 236/2012 festlegen und Einzelheiten hinsichtlich Art, Umfang und Form der Mitteilungen, Übermittlungen und Benachrichtigungen gemäß Artikel 17 Absatz 5, 6 und 8 bis 10 der Verordnung (EU) 236/2012 bestimmen. Die vorstehende Verordnungsermächtigung kann das Bundesministerium der Finanzen gemäß § 30h Abs. 4 S.2 WpHG durch Rechtsverordnung ohne Zustimmung des Bundesrates auf die BaFin übertragen. Dies ist vorliegend geschehen. Die BaFin hat auf dieser Rechtsgrundlage die Netto-Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) sowie die Leerverkaufsanzeigenverordnung (LAnzV) erlassen⁹⁶⁶.

Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Pflicht, der zuständigen Behörde meldepflichtige Netto-Leerverkaufspositionen mitzuteilen (Art. 5 Verordnung (EU) 236/2012) bzw. derartige Positionen zu veröffentlichen (Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012) sind gemäß § 39 Abs. 2d, 1-2 WpHG als Ordnungswidrigkeiten zu ahnden. Gemäß § 39 Abs. 4 WpHG kann die BaFin Geldbußen bis zu einer Höhe von 50.000,00 Euro verhängen

Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen die Leerverkaufsbeschränkungen des Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 können gemäß § 39 Abs. 2d) Nr. 3 WpHG als Ordnungswidrigkeit geahndet werden. Sie sind gemäß § 39 Abs. 4 WpHG mit Geldstrafen bis zu 500.000,00 Euro bewehrt.

b) Netto- Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Die BaFin hat die nach den Artikeln 5 bis 9 der Verordnung (EU) 236/2012 bestehenden Mitteilungs- und Offenlegungspflichten bezüglich melde-bzw. veröffentlichungspflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen mit der Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV)⁹⁶⁷ vom 17.12.2012 konkretisiert. Den Erlass der NLPosV stützt die BaFin auf § 30h Abs. 4 S.1 Nr. 1 und 1a WpHG sowie auf § 1 Nr. 1 der Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum

⁹⁶⁶ Eine ausführliche Darstellung der Netto-Leerverkaufspositionsverordnung sowie die Leerverkaufsanzeigenverordnung erfolgt nachfolgend unter den Ziffern III.A..9.b) und c) dieser Arbeit.

⁹⁶⁷ Verordnung zur Konkretisierung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen (Netto-Leerverkaufspositionsverordnung (NLPosV) vom 17.12.2012 (BGBl. I S. 2699). Abrufbar unter: http://www.gesetze-im-internet.de/nlposv_2012/BJNR269900012.html (Stand: 22.05.2016).

Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BAFinBefugV)⁹⁶⁸.

Die NLPoSV konkretisiert die Angaben, die zu der Person des Inhabers meldepflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen zu übermitteln sind (bei natürlichen Personen bspw. Name, Geburtsdatum- und Ort, Kontaktdaten. Bei juristischen Personen ist dies neben Namens- Sitz- und Kontaktangaben auch – soweit vorhanden – der Bank Identifier Code der juristischen Person). In diesem Zusammenhang wird vielfach auf die korrespondierenden Vorschriften der Delegierten Verordnung (EU) 826/2012 verwiesen. Natürliche Personen haben der Meldung von Netto-Leerverkaufspositionen die Kopie eines gültigen, mit einem Lichtbild versehenen amtlichen Ausweises beizufügen. Juristische Personen müssen der Meldung einen Auszug aus dem Handels- oder Genossenschaftsregister oder einem vergleichbaren amtlichen Register oder Verzeichnis beifügen (§ 3 Abs. 2 und 3 NLPoSV). Stets ist der BaFin auch eine Kontaktperson zu nennen, die für Rückfragen zur Verfügung steht (§ 3 NLPoSV).

Gemäß § 5 NLPoSV haben Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen ihre Mitteilungen auf elektronischem Weg an die BaFin zu übermitteln. Für die Übermittlung sind die Formulare der Anhänge II und III der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 826/2012 zu verwenden. In der Praxis erfolgt die Mitteilung meldepflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen über das Melde- und Veröffentlichungsportal (MV-Portal) der BaFin⁹⁶⁹.

Zur Gewährleistung eines reibungslosen Meldewesens haben Inhaber meldepflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen gemäß § 6 NLPoSV eine Zulassung zur Teilnahme am elektronischen Meldeverfahren „Netto-Leerverkaufspositionen“ zu beantragen. Der Zulassungsprozess ist in § 6 NLPoSV detailliert beschrieben. Desweiteren enthält die NLPoSV Angaben zur Speicherdauer übermittelter Mitteilungen durch die BaFin sowie Vorgaben hinsichtlich der Veröffentlichung von Leerverkaufsmitteilungen im Bundesanzeiger. Offenlegungspflichtige Netto-Leerverkaufspositionen sind von den Inhabern dieser Positionen auf elektronischem Weg unmittelbar dem Bundesanzeiger-Verlag zu übermitteln (vgl. § 10 NLPoSV). Die BaFin überwacht gemäß § 14 NLPoSV den Bundesanzeiger-Verlag hinsichtlich Datensicherheit,

⁹⁶⁸ Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFinBefugV k.a.Abk.) V. v. 13.12.2002 (BGBl. 2003 I S. 3, zuletzt geändert durch Artikel 626 V. v. 31.08.2015 BGBl. I S. 1474).

⁹⁶⁹ Das MV-Portal der BaFin ist abrufbar unter:

http://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/MVPportal/MVPportal_node.html;jsessionid=AC6EEDF41F43D41D72FF1A832BEBB68E.1_cid363 (Stand: 05.06.2016).

Herkunftsgewissheit der Daten, Zeitaufzeichnung und schnellem Zugang der Endnutzer zu den veröffentlichten Daten. Sie kommt damit ihren in Art. 9 abs. 4 S. 2 Verordnung (EU) 236/2012 statuierten Überwachungspflicht nach. In der Praxis erfolgt die Übermittlung offenkundigspflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen über die Publikations-Plattform des Bundesanzeigers⁹⁷⁰. Die Veröffentlichung offenkundigspflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen (bzw. von Veränderungen dieser Positionen) erfolgt dann auf der Website des Bundesanzeigers unter der Rubrik „Netto-Leerverkaufspositionen“⁹⁷¹. Ihren Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten können Inhaber von Netto-Leerverkaufspositionen auch durch Einschaltung geeigneter Dritter nachkommen (vgl. § 11-13 NLPosV).

c) Leerverkaufsanzeigenverordnung (LANzV) der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Die LANzV⁹⁷² konkretisiert die Vorgaben von Art. 17 Abs. 5 der Verordnung (EU) 236/2012 hinsichtlich der Mitteilung von Absichtsanzeigen für Market-Making-Tätigkeiten, die Vorgaben von Art. 17 Abs. 6 der Verordnung (EU) 236/2012 bezüglich der Mitteilung von Absichtsanzeigen für Primärmarktstätigkeiten, sowie die Mitteilung von Benachrichtigungen nach Art. 17 Abs. 9 und 10 der Verordnung (EU) 236/2012. Den Erlass der LANzV stützt die BaFin auf § 30h Abs. 4 Satz 1 Nr. 2 WpHG i.V.m. § 1 Nr. 1 der Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFinBefugV)⁹⁷³.

Gemäß § 2 LANzV muss die Absichtsanzeige für Market-Making-Tätigkeiten nach Art. 17 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 detaillierte Angaben sowohl hinsichtlich des Status des Anzeigenden, wie auch hinsichtlich des beabsichtigten Market-Makings enthalten. Mitzuteilen sind etwa der Vor- und Nachnamen oder die Firma, das Land, die Anschrift und – falls vorhanden – der Bank Identifier Code (BIC) des Anzeigenden, sowie Name und Kontaktdaten einer Kontaktperson. Ferner sind auch der Status des Anzeigenden

⁹⁷⁰ Die Publikations-Plattform des Bundesanzeigers ist online erreichbar unter: <https://publikations-plattform.de> (Stand: 30.06.2016).

⁹⁷¹ Die Rubrik „Netto-Leerverkaufspositionen“ des Bundesanzeigers ist abrufbar unter: https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet?page.navid=to_nlp_start (Stand: 05.06.2016)

⁹⁷² Verordnung zur Konkretisierung von Art, Umfang und Form der Mitteilungen und Benachrichtigungen gemäß Artikel 17 Absatz 5, 6, 9 und 10 der Verordnung (EU) 236/2012 (Leerverkaufs-Anzeigeverordnung - LANzV) - V. v. 16.04.2014 BGBl. I S. 386.

⁹⁷³ Verordnung zur Übertragung von Befugnissen zum Erlass von Rechtsverordnungen auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFinBefugV) V. v. 13.12.2002 BGBl. 2003 I S. 3, zuletzt geändert durch Artikel 626 V. v. 31.08.2015 BGBl. I S. 1474.

(Kreditinstitut / Wertpapierfirma) und der Handelsplatz, an dem der Anzeigende gemeldet ist, mitzuteilen.

Auch die im Rahmen des Market-Makings beabsichtigte Tätigkeitsentfaltung ist präzise zu beschreiben: Die beabsichtigten Market-Making-Tätigkeit muss den in Art. 2 Abs. 1 k) Verordnung (EU) Nr. 236/2012 genannten Voraussetzungen entsprechen⁹⁷⁴. Sofern das Erbringen von Market-Making-Tätigkeiten vertraglich vereinbart ist, muss auch eine Beschreibung der vertraglich vereinbarten Hauptaufgaben und Haupttätigkeiten erfolgen. Schließlich sind auch die Finanzinstrumente, hinsichtlich derer die Market-Making-Tätigkeit ausgeübt werden soll, präzise zu bezeichnen – bei Aktien umfasst dies auch die International Securities Identification Number (ISIN).

Die Vorgaben des § 3 LAnzV (Absichtsanzeige für Primärmarktstätigkeiten) betreffen die Anzeige von Primärmarktstätigkeiten in Bezug auf öffentliche Schuldtitel. Ihnen kommt hinsichtlich Aktienleerverkäufen keine Relevanz zu, so dass eine nähere Erläuterung dieser Vorschriften in der vorliegenden Arbeit unterbleibt.

Gemäß § 4 LAnzV haben Absichtsanzeigen unter Verwendung des auf der Internetseite der BaFin zur Verfügung gestellten Formulare zu erfolgen⁹⁷⁵. Gemäß § 5 LAnzV sind bei Änderungsmitteilungen nach Art. 17 Absatz 9 oder 10 Verordnung (EU) 236/2012 die diesen Mitteilungen zugrundeliegenden neuen Sachverhalte darzustellen. Dies ergibt sich zwar bereits unmittelbar aus den vorstehend genannten Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012, gleichwohl hat die BaFin – offenbar aus Klarstellungsgründen – eine ausdrückliche Begründungspflicht in die LAnzV aufgenommen.

Absichtsanzeigen sind gemäß § 6 Abs. 1 LAnzV per Post oder per Fax und zusätzlich unverzüglich in elektronischer Form an die auf der Internetseite der Bundesanstalt

⁹⁷⁴ “Market-Making” im Sinne von Artikel 2 Abs. 1 lit) k der Verordnung (EU) 236/2012 umfasst

- das Stellen fester, zeitgleicher An- und Verkaufskurse vergleichbarer Höhe zu wettbewerbsfähigen Preisen,
- die Ausführung von Kundenaufträgen oder von Aufträgen, die sich aus einem Handelsauftrag des Kunden ergeben,
- sowie das Absicherung von Positionen, die sich aus den vorstehend genannten Market-Making-Tätigkeiten ergeben.

⁹⁷⁵ Das Formular für Absichtsanzeigen nach Art. 17 Abs. 1 und Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 ist online abrufbar unter:
https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Formular/WA/fo_130715_anzeige_marketmaker_neu_wa.html
(Stand: 18.06.2016).

angegebene E-Mail-Adresse zu übermitteln⁹⁷⁶. Entsprechendes gilt für Benachrichtigungen mittels derer mitgeteilt wird, dass die Market-Maker- Ausnahmen hinsichtlich einzelner Finanzinstrumente nicht länger in Anspruch genommen werden. Jeder Absichtsanzeige ist gemäß § 6 Abs. 2 LAnzV eine Aufstellung im CSV-Format⁹⁷⁷ mit detaillierten Angaben hinsichtlich der Finanzinstrumente, bezüglich derer Market-Maker-Ausnahmen in Anspruch genommen werden, beizufügen. Dabei sind Änderungen zu einer vorausgehend übermittelten Bestandsliste kenntlich zu machen.

10. Die Auswirkungen der Verordnung (EU) 236/2012 auf die EU Finanzmärkte: Einschätzung der Leerverlaufsverordnung durch die Europäische Kommission und die ESMA

Für eine belastbare Analyse der Auswirkungen der Verordnung (EU) 236/2012 auf die Finanzmärkte der EU-Mitgliedsstaaten ist es noch zu früh. Allerdings liegt bereits eine Ersteinschätzung der ESMA⁹⁷⁸ und ein auf dieser Ersteinschätzung basierender Bericht der Europäischen Kommission⁹⁷⁹ hinsichtlich der Angemessenheit und der Auswirkungen einiger der in der Verordnung (EU) 236/2012 getroffenen Regelungen auf die Effizienz und Volatilität der EU-Finanzmärkte vor.

a) Berichte der ESMA und der EU-Kommission

Die ESMA fertigte im Juni 2013 auf Anforderung der Kommission eine Ersteinschätzung zu den Auswirkungen der Verordnung (EU) 236/2012 auf die EU-Finanzmärkte. Dieser Bericht der ESMA diente als Grundlage eines Berichts der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die Bewertung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012, den diese gemäß Art. 45 Verordnung (EU) 236/2012 zu erstellen hatte. Die ESMA und die Kommission kamen übereinstimmend zu der Auffassung, dass sich die Regelungen der Verordnung (EU) 236/2012 im Wesentlichen bewährt hätten. Sie schlugen daher nur geringfügige Modifikationen an der Verordnung vor. Gleichzeitig wiesen sie darauf hin, dass die Empfehlungen der ESMA und der Kommission aufgrund der Neuheit der Verordnung und der

⁹⁷⁶ Dass die Benachrichtigungen per Post oder per Fax und zusätzlich per Email zu übermitteln sind, ergibt sich aus einer Zusammenschau von § 6 Abs. 1 LAnzV und dem Formular für Absichtsanzeigen der BaFin, dass die vorstehend genannten Übermittlungswege ausdrücklich anordnet (vgl. Mitteilungsformular der BaFin, Handlungsanweisung oben rechts).

⁹⁷⁷ CSV-Format = Comma-Separated-Values-Format.

⁹⁷⁸ European Securities and Markets Authority 2013.

⁹⁷⁹ Europäische Kommission 2013.

damit zusammenhängenden bislang spärlichen Datenlage hinsichtlich der Auswirkungen der Verordnung auf die Finanzmärkte der EU mit Zurückhaltung zu interpretieren seien⁹⁸⁰.

Die Auswirkungen der Verordnung (EU) 236/2012 auf die Preisfindung und die Volatilität der von der Verordnung betroffenen Wertpapiere wurden mittels einer quantitativen Untersuchung der von der Verordnung betroffenen Wertpapiere analysiert. Hierbei wurden unterschiedliche Parameter der von der Verordnung betroffenen Wertpapiere vor und nach Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 mit denen einer aus US-Aktien bestehenden Vergleichsgruppe abgeglichen, die nicht den Bestimmungen der Verordnung (EU) 236/2012 unterlagen. Dabei wurde ein leichter Rückgang der Volatilität bei den europäischen Aktientiteln im Vergleich zu den US-Aktien der Kontrollgruppe festgestellt, während Liquiditätsmessungen zu keinem eindeutigen Ergebnis führten. Die Bid-Ask-Spreads der europäischen Aktien verringerten sich im Vergleich zu den US-Aktien der Kontrollgruppe, während sich die Preisfindung verlangsamte. Auf die Handelsvolumina der von der Verordnung betroffenen Aktientitel hat sich die Verordnung (EU) 236/2012 offenbar nicht ausgewirkt⁹⁸¹

(1) Meldepflichten hinsichtlich Leerverkaufspositionen in Aktien und Kalkulation von Netto-Short- Positionen

Die für die Überwachung der nationalen Wertpapiermärkte zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden verzeichneten nach Auskunft der ESMA zwischen dem 01.11.2012 und dem 28.02.2013 Mitteilungen über 12.603 meldepflichtiger Netto-Leerverkaufspositionen in 970 unterschiedlichen Aktien. Derartige Meldungen gingen in 18 Mitgliedsstaaten ein. 74% dieser Benachrichtigungen betrafen Netto-Leerverkaufspositionen, die zwischen der 0,2% und der 0,5% Meldeschwelle der Art. 5-6 Verordnung (EU) 236/2012 lagen. Die restlichen Meldungen (26%) betrafen Positionen, die über der 0,5%- Meldeschwelle des Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 lagen und die folglich zu veröffentlichen waren⁹⁸². Meldepflichtige Leerverkaufspositionen wurden von insgesamt 460 Marktteilnehmern gehalten, die ganz überwiegend in Großbritannien und in den USA ansässig waren⁹⁸³.

⁹⁸⁰ European Securities and Markets Authority 2013, S. 4, 8–9; Europäische Kommission 2013, S. 10.

⁹⁸¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 8-9, Rdn. 11.

⁹⁸² European Securities and Markets Authority 2013, S. 10, Rdn. 17.

⁹⁸³ 83% aller gemeldeten Netto-Short-Positionen wurden von Marktteilnehmern gehalten, die in Großbritannien oder in den USA ansässig waren European Securities and Markets Authority 2013, S. 10, Rdn.19.

Leerverkaufspositionen, die den Schwellenwert des Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 (0,5% des ausgegebenen Aktienkapitals eines Unternehmens) erreichten oder überschritten, wurden von insgesamt 224 Marktteilnehmern gemeldet. Hier wurden 1,090 Netto-Short-Positionen in 427 unterschiedlichen Aktientiteln gemeldet. 679 veröffentlichungspflichtige Netto-Short-Positionen wurden unmittelbar auf oder oberhalb der 0,5% Meldeschwelle eröffnet, während 411 Netto-Short-Positionen erst nach ihrer Meldung gemäß Art. 5 Verordnung 236/2012 den Schwellenwert des Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 überschritten⁹⁸⁴.

Am zahlreichsten traten Investmentfonds und Asset-Manager als Leerverkäufer auf, während nur fünf Kreditinstitute unter den fünfzig wichtigsten Leerverkäufern zu verzeichnen waren. Am häufigsten wurden Aktien des Industrie- und Service Sektors (18,2% aller gemeldeten Netto-Leerverkaufspositionen) und des Technologie- Sektors (9,7 %) leer verkauft. Nur 3,6% aller gemeldeten Netto-Leerverkaufspositionen entfielen auf Aktientitel des Banksektors, 2,1% auf Versicherungstitel. Die verbleibenden 63% der gemeldeten Netto-Leerverkaufspositionen verteilen sich auf 14 andere Sektoren (bspw. Energiesektor, Handel, Medien, Reisen, Gesundheit, Automobile, Bausektor, Chemiesektor)⁹⁸⁵.

Die große Mehrheit der von der ESMA befragten nationalen Aufsichtsbehörden hielt die in den Art. 5 und 6 der Verordnung (EU) 236/2012 festgelegten Grenzwerte aus aufsichtsrechtlicher Sicht für angemessen. Marktteilnehmer äußerten sich diesbezüglich unterschiedlich: Während einige Marktteilnehmer die melderechtlichen Grenzwerte der Verordnung (EU) 236/2012 für angemessen befanden, hielten andere Markakteure diese Grenzwerte für zu niedrig. Einige Marktteilnehmer äußerten zudem die Befürchtung, dass die Veröffentlichung größerer Leerverkaufspositionen gemäß Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 andere Marktteilnehmer ggf. zu Nachahmungen oder gar zu Herdenverhalten animieren könnte. Zudem teilten einige Marktteilnehmer mit, bewusst nur kleine, nicht veröffentlichungspflichtige Netto-Leerverkaufspositionen einzugehen, da Inhaber veröffentlichungspflichtiger Leerverkaufspositionen in Einzelfällen von den Unternehmen, in deren Aktien diese Leerverkaufspositionen eingegangen wurden, keine Unternehmensinformationen mehr erhalten hätten. Diese Angaben wurden allerdings von den betreffenden Marktteilnehmern nicht näher konkretisiert⁹⁸⁶.

⁹⁸⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 11, Rdn. 20.

⁹⁸⁵ European Securities and Markets Authority 2013, S. 11-12, Rdn. 21 § Seite 60.

⁹⁸⁶ European Securities and Markets Authority 2013, S. 12, Rdn. 25.

Die von der ESMA ausgewerteten Meldungen legen die Annahme nahe, dass Marktteilnehmer sich tatsächlich bemühen, die Etablierung von Veröffentlichungspflichten auslösenden Netto-Leerverkaufpositionen zu vermeiden. Insofern scheinen die Transparenzvorschriften der Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012 das Verhalten von Marktteilnehmern zu beeinflussen. Im Ergebnis hält die ESMA die Meldeschwellen der Verordnung (EU) 236/2012 für angemessen und befürwortet deren Beibehaltung. Die Kommission hat sich dieser Einschätzung angeschlossen⁹⁸⁷.

Der für die Ermittlung von Netto-Short Positionen anzuwendende Berechnungsmodus wurde von den Marktaufsichtsbehörden und überwiegend auch von den Marktteilnehmern als angemessen bewertet⁹⁸⁸. Allerdings wurde die Einbeziehung von an einen Index oder an einen Wertpapierkorb gekoppelter Short-Positionen in die Berechnung von Netto-Short-Positionen von einigen Marktteilnehmern als zu kompliziert und – aufgrund der oft mangelhaften Verfügbarkeit von Index-Informationen – auch als impraktikabel kritisiert⁹⁸⁹. Die ESMA will auf eine bessere Verfügbarkeit von Index-Informationen hinarbeiten, aber weitgehend an dem durch die Verordnung (EU) 236/2012 und den delegierten Verordnungen festgelegtem Berechnungsmodus festhalten. Künftig soll es allerdings möglich sein, Netto-Short-Positionen durch in aktiv gemanagten Fonds enthaltene Long-Positionen zu decken⁹⁹⁰.

(2) Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe in Aktien

Die Auswirkungen der Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe in Aktien wurden sowohl hinsichtlich der Wertpapierleihmärkte, als auch hinsichtlich des Auftretens von Lieferversagen an europäischen Aktienmärkten untersucht.

(a) Auswirkungen der Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe auf die Wertpapierleihmärkte der EU

Die Auswirkungen des weitgehenden Verbots ungedeckter Leerverkäufe untersuchte die ESMA mittels einer quantitativen Analyse des Wertpapierleihmarktes: Verglichen wurde die Verleihaktivität an den Wertpapierleihmärkten der EU mit derjenigen von US-

⁹⁸⁷ European Securities and Markets Authority 2013, S. 13–14; Europäische Kommission 2013, S. 3.

⁹⁸⁸ European Securities and Markets Authority 2013, S. 14-15, Rdn. 36.

⁹⁸⁹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 14-15, Rdn. 37-38.

⁹⁹⁰ European Securities and Markets Authority 2013, S. 15-16, Rdn. 43-48.

Wertpapierleihemärkten während des Jahres 2012 und des ersten Halbjahrs 2013. Auch die Verleihzahlen besonders liquider Aktientitel (easy to borrow stocks) wurden untersucht. Erwartungsgemäß ging nach Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 die Aktivität an den Wertpapierleihemärkten der EU im Vergleich zu der US-amerikanischen Vergleichsgruppe zurück. Weniger liquide Aktientitel waren von diesem Rückgang stärker betroffen als besonders liquide Aktientitel. Nach Auffassung der ESMA ist der nach Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 in der EU zu verzeichnende Rückgang von Wertpapierleihen auf dem Umstand zurückzuführen, dass an europäischen Märkten tätige Wertpapierinhaber aufgrund der strengeren Deckungs- bzw. Lokalisierungsvorschriften der EU-Leerverkaufsverordnung⁹⁹¹ ihre Aktien weniger bereitwillig verleihen – offenbar aus Sorge, diese im Falle einer Verleihung nur noch verzögert veräußern zu können⁹⁹². Da für sehr liquide Aktien weniger strenge Lokalisierungsvorschriften gelten, war der Rückgang der Verleihaktivität in besonders liquiden Aktientiteln weniger stark ausgeprägt. Die ESMA weist allerdings darauf hin, dass die vorstehenden Erkenntnisse aufgrund einer lückenhaften Datenlage hinsichtlich Wertpapierleihegeschäfte zurückhaltend zu interpretieren seien⁹⁹³.

(b) Auswirkungen der Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe auf das Auftreten von Lieferversagen

Die Erfüllungsdisziplin an den Wertpapiermärkten der EU konnte durch die Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe leicht verbessert werden: Der Umfang verspätet abgewickelter Wertpapiertransaktionen nahm EU-weit sowohl nach Zahl als auch nach dem Wert der untersuchten Transaktionen ab. Allerdings waren signifikante Rückgänge von Erfüllungsverzögerungen („fail to deliver“) nur in der Hälfte der untersuchten Wertpapiermärkte in der EU feststellbar. In einigen EU-Märkten waren keine signifikanten Veränderungen der Erfüllungsdisziplin feststellbar und in zwei EU-Wertpapiermärkten wurde nach Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung sogar eine Zunahme von Lieferversagen verzeichnet⁹⁹⁴.

Die Mehrzahl der von der ESMA befragten Aufsichtsbehörden geht davon aus, dass die Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe durch die Verordnung (EU) 236/2012 das

⁹⁹¹ Vgl. insoweit die Leerverkäufer treffenden Lokalisierungsvorgaben gemäß Art. 12 Abs. 1 a)-c) Verordnung (EU) 236/2012.

⁹⁹² European Securities and Markets Authority 2013, S. 21, Rdn. 71–72.

⁹⁹³ European Securities and Markets Authority 2013, S. 21, Rdn. 71.

⁹⁹⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 22, Rdn. 75–77.

Verhalten der Marktteilnehmer nur wenig beeinflusst hat. Die befragten Marktteilnehmer teilten mehrheitlich mit, seit Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 eine Verbesserung der Erfüllungsdisziplin verzeichnen zu können. Allerdings wurde von Marktteilnehmern mehrfach die Besorgnis geäußert, dass die festgestellte Verbesserung der Erfüllungsdisziplin mit einem Preisanstieg bei Wertpapierleihen und einem Liquiditätsverlust an den Wertpapierleihemärkten verbunden sein könnte.⁹⁹⁵

Im Ergebnis sieht die ESMA durch den zumindest teilweisen Rückgang von Lieferversagen ein wesentliches Ziel der Verordnung (EU) 236/2012 als erreicht an. Sie empfiehlt daher eine Beibehaltung der durch die Verordnung (EU) 236/2012 angeordneten Leerverkaufsbeschränkungen⁹⁹⁶.

(3) Auswirkung der Zwangseindeckungsvorschrift (Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 auf die Erfüllungsdisziplin von Wertpapierverkäufern

Der europäische Gesetzgeber ist nach Erlass der EU-Leerverkaufsverordnung zu der Erkenntnis gelangt, dass die Zwangseindeckung gescheiterter Wertpapiertransaktionen künftig in einer separaten Regulierung erfolgen soll. Inzwischen sind umfangreiche Zwangseindeckungsvorschriften in einer separaten EU-Verordnung in Kraft getreten⁹⁹⁷. Die Zwangseindeckungsvorschrift des Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 wurde daher durch Art. 72 Verordnung (EU) 909/2014 gestrichen.

(4) Zweckmäßigkeit der Ausnahmegvorschrift des Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 (Ausnahme für Aktien, deren Haupthandelsplatz sich außerhalb der EU befindet)

Die ESMA befasste sich in ihrem Leerverkaufsreport auch mit der Zweckmäßigkeit der in Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 niedergelegten Anwendungsausnahme für Aktien von Unternehmen, die zwar zum Handel an einem Handelsplatz der EU zugelassen sind, deren Haupthandelsplatz sich aber in einem Drittland befinden⁹⁹⁸. Die nationalen

⁹⁹⁵ European Securities and Markets Authority 2013, S. 23, Rdn. 78–81.

⁹⁹⁶ European Securities and Markets Authority 2013, S. 24, Rdn. 82–83. Geringfügige Anpassungen hält die ESMA bspw. hinsichtlich der Lokalisierungsvorgaben des Art 12 Verordnung (EU) 236/2012 möglich, wenn Leerverkäufen durch von anderen Unternehmenseinheiten gehaltene Wertpapiere gedeckt werden können. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 24, Rdn. 83–84.

⁹⁹⁷ Europäischen Parlament/ Europäischer Rat.

⁹⁹⁸ European Securities and Markets Authority 2013, S. 31–33.

Aufsichtsbehörden haben gemäß Art. 16 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 in regelmäßigen Abständen festzulegen, welche Aktientitel unter die Anwendungsausnahme des Art. 16 Verordnung (EU) 236/2012 fallen⁹⁹⁹. Die ESMA veröffentlicht gemäß Art. 16 Abs. 2 S. 3 Verordnung (EU) 236/2012 alle zwei Jahre eine Liste der Aktien, deren Haupthandelsplatz sich in einem Drittland befindet¹⁰⁰⁰. Einige nationale Aufsichtsbehörden bemängelten, dass die anhand von Umsatzzahlen vorgenommene Bestimmung des Haupthandelsplatzes eines Aktientitels aufwändig, teuer und wenig zuverlässig sei¹⁰⁰¹.

Um die aufwändige Ermittlung des Haupthandelsplatzes eines Aktientitels zu vereinfachen, schlägt die ESMA vor, diese Frage künftig nicht mehr anhand der oftmals nicht einfach zu ermittelnden Umsatzzahlen zu entscheiden, sondern stattdessen auf den Sitz den betreffenden Unternehmens abzustellen. Die Verordnung (EU) 236/2012 soll künftig nur noch auf Unternehmen anwendbar sein, deren Sitz sich in einem Staat der EU befindet sowie auf solche Unternehmen, deren Sitz sich zwar außerhalb der EU befindet, die aber eine Zulassung ihrer Wertpapiere zum börslichen Handel an einem Handelsplatz in der EU beantragt haben¹⁰⁰².

(5) Zweckmäßigkeit der Ausnahmegesetze für Markt-Maker

Die in Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehenen und durch Leitlinien („Guidelines“) der ESMA¹⁰⁰³ konkretisierten Ausnahmetatbestände für Market-Making und Primärmarktaktivitäten wurden von den meisten Aufsichtsbehörden als sachgerecht, von der Mehrzahl der Marktteilnehmer aber als zu eng bewertet¹⁰⁰⁴. Kritisiert wurde namentlich, dass der Ausnahmetatbestand des Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 nur nach Übermittlung einer für jedes Finanzinstrument separat und an eine dreißigtägige Wartefrist gekoppelten Absichtsmitteilung¹⁰⁰⁵ in Anspruch genommen werden kann¹⁰⁰⁶. Kritisiert wurde ferner, dass

⁹⁹⁹ Die Methode zur Berechnung des Umsatzes zwecks Bestimmung des Haupthandelsplatzes einer Aktie ist in Art. 6 Delegierte Verordnung (EU) 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012 geregelt. Durchführungsbestimmungen finden sich in Art. 9-12 Durchführungsverordnung (EU) 827/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012.

¹⁰⁰⁰ Die nach Art. 16 Abs. 2 S. 3 Verordnung (EU) 236/2012 von der ESMA zu veröffentlichende Liste („exempted shares“) ist abrufbar unter: <https://www.esma.europa.eu/page/List-exempted-shares> (Stand: 11.06.2016). Die Liste von 11.04.2016 enthält 10887 Aktientitel.

¹⁰⁰¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 31-32, Rdn. 124 f.

¹⁰⁰² European Securities and Markets Authority 2013, S. 33, 132-133.

¹⁰⁰³ European Securities and Markets Authority 02.04.2013a.

¹⁰⁰⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 34, Rdn. 140-141.

¹⁰⁰⁵ Vgl. Art. 17 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Art. 17 Abs. 6 Verordnung (EU) 236/2012.

die Ausnahmeregelung für Market Making-Tätigkeiten nur von einer natürlichen oder juristischen Person in Anspruch genommen werden kann, die Mitglied eines Handelsplatzes¹⁰⁰⁷ oder eines gleichwertigen Marktes in einem Drittland ist, in dem sie als Eigenhändler in einem Finanzinstrument auftritt¹⁰⁰⁸. Auch der Umstand, dass der Ausnahmetatbestand des Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 nur für bestimmte, enumerativ festgelegte Finanzinstrumente gilt, wurde von Marktteilnehmern kritisiert. Die vorstehend genannten Anwendungsbeschränkungen des in Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 niedergelegten Ausnahmetatbestandes behindern und verteuern nach Auffassung zahlreicher Marktteilnehmer die Arbeit von Market Makern und führen auf diese Weise zu Liquiditätseinbußen an den der Verordnung (EU) 236/2012 unterworfenen Wertpapiermärkten¹⁰⁰⁹.

Die ESMA hat sich den vorstehend skizzierten Bedenken der Marktteilnehmer weitgehend angeschlossen: Sie regt an, das für die Inanspruchnahme der Ausnahmeregelung des Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 vorausgesetzte Erfordernis einer Mitgliedschaft des Market Makers an einem Handelsplatz¹⁰¹⁰ zu überdenken, um auch im Freiverkehr (OTC) tätigen Market-Maker in den Genuss der Ausnahmeregelung der Art. 17 zu kommen zu lassen¹⁰¹¹. Desweiteren regt die ESMA an, die Auswahl der für die Nutzung der Ausnahmeregelung des Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 in Betracht kommenden Finanzinstrumente auszudehnen und eine Liste dieser Finanzinstrumente zu veröffentlichen¹⁰¹². Schließlich schlägt die ESMA vor, dass die Market-Maker-Exemption des Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 künftig nicht mehr für jedes Finanzinstrument separat angemeldet werden muss. Vielmehr sollten Market-Maker-Exemptions nach Auffassung der ESMA künftig für Wertpapiersektoren oder für ganze Indizes angemeldet werden¹⁰¹³. Bei neu zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten sollte nach Auffassung der ESMA auch die dreißigtägige Wartefrist des Art. 17 Abs. 5-6 Verordnung (EU) 236/2012 entfallen, soweit der betreffende Market Maker von dem

¹⁰⁰⁷ d. h. eines geregelten Marktes oder eines MTF gemäß Artikel 4 Absatz 14 und Artikel 4 Absatz 15 der MiFID.

¹⁰⁰⁸ Vgl. insoweit Art. 2 Abs. 1 k) Verordnung (EU) 236/2012 sowie European Securities and Markets Authority 02.04.2013b, S. 10, Rdn. 35.

¹⁰⁰⁹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 34-35, Rdn. 141 ff.

¹⁰¹⁰ Vgl. insoweit Artikel 2 Abs. 1 k) Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰¹¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 36-37, Rdn. 152.

¹⁰¹² Gegenwärtig kann die Ausnahmeregelung des Art 17 Verordnung (EU) 236/2012 für viele Produkte, die Market Maker bspw. im Handel mit Unternehmens- und Wandelanleihen oder im Bezugsrechtshandel zur Absicherung von Market-Making Positionen aufbauen, nicht genutzt werden – dies sollte sich nach Auffassung der ESMA ändern. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 37, Rdn. 153–154.

¹⁰¹³ European Securities and Markets Authority 2013, S. 37-38, Rdn. 155.

zuständigen Handelsplatz ausdrücklich mit dem Market Making des betreffenden Finanzinstruments beauftragt wurde¹⁰¹⁴.

(6) Zweckmäßigkeit der Eingriffsbefugnisse und Notmaßnahmen der nationalen Aufsichtsbehörden und der ESMA

In ihrem Bericht untersucht die ESMA auch die Angemessenheit der durch die Verordnung (EU) 236/2012 den nationalen Aufsichtsbehörden und der ESMA eingeräumten Eingriffsbefugnisse und Notmaßnahmen. Ein besonderes Augenmerk lag dabei auf Art. 20 (Beschränkung von Leerverkäufen und vergleichbaren Transaktionen in Ausnahmesituationen durch zuständige nationale Behörden) sowie auf Art. 23 (Befugnis zur befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall durch zuständige nationale Behörden) der Verordnung (EU) 236/2012. Zu beachten ist, dass die ESMA ihre Untersuchung auf einer relativ dünnen Faktengrundlage durchführt, da die vorstehend untersuchten Kompetenzen während des Untersuchungszeitraums nur selten in Anspruch genommen wurden.

(a) Kurzfristige Leerverkaufsverbote gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012

Während des Untersuchungszeitraums wurden 7 temporäre Leerverkaufsverbote gemäß Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 verhängt. Sämtliche Verbote wurden von der italienischen Marktaufsichtsbehörde Consob¹⁰¹⁵ verhängt. Sie betrafen ausschließlich an der Mailänder Börse gehandelte Wertpapiere¹⁰¹⁶. Die temporären Leerverkaufsverbote wurden reaktiv auf zuvor eingetretene Kursstürze erlassen. Allerdings traten die temporären Leerverkaufsbeschränkungen häufig erst mit einer gewissen Verzögerung in Kraft, in denen sich die Kurse der von dem Leerverkaufsverbot betroffenen Wertpapiere bereits stabilisiert hatten¹⁰¹⁷. In einigen Fällen hatten zuvor bereits die an einigen Handelsplätzen bei Kursstürzen automatisch auslösenden Handelsunterbrechungen Handelsaussetzungen bewirkt. Die vorstehenden Umstände erschweren die Interpretation der von der ESMA ermittelten Auswirkungen der temporären Leerverkaufsbeschränkungen nach Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 auf die Kurse der betroffenen Wertpapiere.

¹⁰¹⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 38, Rdn. 156.

¹⁰¹⁵ Consob = Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

¹⁰¹⁶ European Securities and Markets Authority 2013, S. 40, Rdn. 164.

¹⁰¹⁷ European Securities and Markets Authority 2013, S. 41, Rdn. 167.

Mit Inkrafttreten der temporären Leerverkaufsbeschränkungen nahmen die Transaktionsvolumina der von den Beschränkungen betroffenen Wertpapiere stark – im Durchschnitt um 71,8% - ab, blieben aber, im Vergleich zu normalen Handelstagen, leicht erhöht¹⁰¹⁸. Auf den Preisfindungsprozess der von den temporären Leerverkaufsbeschränkungen betroffenen Aktien wirkten sich die Beschränkungen nach Angaben der ESMA nicht aus. Auch die Volatilität der von den temporären Leerverkaufsbeschränkungen betroffenen Titel änderte sich weder durch die Einführung der Beschränkungen, noch durch deren Aufhebung¹⁰¹⁹.

Besondere Aufmerksamkeit widmete die ESMA der Angemessenheit der durch Art. 23 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 und Art. 21-23 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 festgelegten Grenzwerte die bestimmen, in welchen Fällen die nationalen Aufsichtsbehörden temporäre Leerverkaufsbeschränkungen gemäß Art. 23 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 erlassen dürfen (temporäre Leerverkaufsverbote bei Auftreten eines signifikanten Kursverfalls)¹⁰²⁰.

Die befragten Marktakteure wiesen mehrheitlich auf die zweifelhafte Effektivität temporärer Leerverkaufsbeschränkungen hin und kritisierten die mit diesen Leerverkaufsverböten verbundenen Compliance-Kosten. Zudem kritisierten die meisten Marktteilnehmer die in Art. 23 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 und Art. 21-23 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 festgelegten Grenzwerte (Festlegung signifikanter Kursrückgänge) als zu niedrig¹⁰²¹. Die befragten Aufsichtsbehörden äußerten sich weniger kritisch, beurteilten die von den vorstehend genannten Verordnungen festgelegten Grenzwerte für die Bestimmung signifikanter Kursrückgänge aber teilweise (bspw. bezüglich Bonds)¹⁰²² ebenfalls als zu niedrig angesetzt¹⁰²³. Zudem regten die befragten Aufsichtsbehörden mehrheitlich eine Vereinfachung der dem Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 zugrundeliegenden Prozedur an oder gaben zu bedenken, dass sich der mit Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 bezweckte

¹⁰¹⁸ European Securities and Markets Authority 2013, S. 42, Rdn. 170.

¹⁰¹⁹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 42-43, Rdn. 171-173.

¹⁰²⁰ European Securities and Markets Authority 2013, S. 47-51.

¹⁰²¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 50, Rdn. 204.

¹⁰²² Die Aufsichtsbehörden äußerten die Auffassung, dass die Grenzwerte der Verordnung (EU) 236/2012 und der Verordnung (EU) 918/2012 insbesondere hinsichtlich Bonds (Anleihen) zu niedrig angesetzt seien. Hinsichtlich Aktien wurden die bestehenden Grenzwerte von den nationalen Aufsichtsbehörden als angemessen beurteilt. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 49, Rdn. 199.

Die auf Aktien bezogenen Grenzwerte wurden von den Aufsichtsbehörden allerdings als angemessen beurteilt.

¹⁰²³ European Securities and Markets Authority 2013, S. 49, Rdn. 199 ff.

Erfolg effektiver, kostengünstiger und für die Marktteilnehmer vorausschaubarer mittels der an einigen Handelsplätzen ohnehin schon existierenden, bei starken Kursstürzen automatisch greifenden Handelsaussetzungen (circuit breaker) erreichen ließe¹⁰²⁴. Die ESMA selbst regt vor dem Hintergrund der mehrheitlich kritischen Sicht von Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden auf Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 eine Überarbeitung und Vereinfachung der Norm an¹⁰²⁵.

Die Grenzwerte, ab denen Leerverkäufe gemäß Art. 23 kurzfristig beschränkt werden können, hält die ESMA hinsichtlich liquider Aktien¹⁰²⁶ für angemessen. Die für andere Finanzinstrumente geltenden Grenzwerte sollten nach Auffassung der ESMA überprüft und ggf. modifiziert werden¹⁰²⁷.

(b) Längerfristige Leerverkaufsbeschränkungen gemäß Art. 20 Verordnung (EU) 236/2012

Auch die Erfahrungen der ESMA mit längerfristigen Leerverkaufsbeschränkungen halten sich in überschaubaren Grenzen. Während des Untersuchungszeitraums wurden nur zwei längerfristige Leerverkaufsverbote erlassen. Eines dieser Verbote wurde von der spanischen Marktaufsichtsbehörde erlassen. Es untersagte das Etablieren von Netto-Short-Positionen und war vom 01.11.2011 bis zum 01.02.2013 in Kraft¹⁰²⁸. Das zweite längerfristige Leerverkaufsverbot untersagte die Durchführung von Leerverkäufen an der Athener Wertpapierbörse. Dieses Verbot war vom 24.07.2012 bis zum 01.02.2013 in Kraft¹⁰²⁹. Die ESMA ermittelte die Auswirkungen der längerfristigen Leerverkaufsbeschränkungen mittels einer quantitativen Analyse. Untersucht wurden die Auswirkungen der Leerverkaufsbeschränkungen auf die Transaktionsvolumina, die bid-ask-spreads, die price returns¹⁰³⁰ und die Kursvolatilität der von den Leerverkaufsbeschränkungen betroffenen Aktien¹⁰³¹.

¹⁰²⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 47, Rdn. 190-193.

¹⁰²⁵ European Securities and Markets Authority 2013, S. 52, Rdn. 209.

¹⁰²⁶ 10% Kursrückgang binnen eines Handelstages, vgl. Art. 23 Abs. 1,5 Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰²⁷ European Securities and Markets Authority 2013, S. 51, Rdn. 210–211.

¹⁰²⁸ European Securities and Markets Authority 2013, S. 40, Rdn. 165.

¹⁰²⁹ Das für den Handel an der Athener Wertpapierbörse geltende Verbot wurde am 01.02.2013 weitgehend aufgehoben. Für Finanztitel blieb es aber in Kraft. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 40, Rdn. 165.

¹⁰³⁰ Price returns spiegeln den Wertzuwachs eines Investments unter Ausschluss der durch das Investment generierten Zinsen und Dividenden wieder. Bei einer Aktie ist dies die Wertentwicklung der Aktie (Aktienkurs).

¹⁰³¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 42, Rdn. 174.

Hinsichtlich der in Spanien erlassenen Leerverkaufsbeschränkung stellte die ESMA lediglich eine Zunahme des Transaktionsvolumens bei den von den Beschränkungen betroffenen Aktien nach Aufhebung der Beschränkung fest. Dagegen wirkten sich die Leerverkaufsbeschränkungen weder auf die bid-ask-spreads, noch auf die price returns oder auf die Kursvolatilitäten der von den Beschränkungen betroffenen Wertpapiere aus¹⁰³².

Hinsichtlich des von der griechischen Marktaufsicht erlassenen Leerverkaufsverbotes stellte die ESMA ebenfalls einen Anstieg des Transaktionsvolumens bei den von den Beschränkungen betroffenen Aktien nach Aufhebung der Beschränkung fest. Hinsichtlich der bid-ask-spreads und der price returns der von den Beschränkungen betroffenen Aktientitel konnte die ESMA keine signifikanten Veränderungen feststellen. Die Volatilität der von den Leerverkaufsbeschränkungen betroffenen Aktientitel nahm nach Aufhebung der Beschränkungen dagegen in signifikanter Weise zu¹⁰³³.

Die von der ESMA befragten Marktteilnehmer äußerten die Besorgnis, dass in der Folge von Leerverkaufsbeschränkungen die Marktliquidität und die faire Preisfindung der von den Beschränkungen betroffenen Wertpapiere leiden könnten¹⁰³⁴. Die ESMA schloss sich diesen Bedenken nicht an und beurteilt Art. 20 Verordnung (EI) 236/2012 als erforderliche und angemessene Rechtsvorschrift¹⁰³⁵.

(c) Eingriffsbefugnis der ESMA gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012

Da die ESMA die Eingriffsbefugnis des Art. 28 Verordnung (EU) 236/ 2012 bislang noch nicht in Anspruch genommen hat, liegen noch keine praktischen Erfahrungen und auch keine Einschätzungen von Marktteilnehmern oder Aufsichtsbehörden hinsichtlich der Auswirkungen dieser Norm auf das Finanzmarktgeschehen vor¹⁰³⁶.

¹⁰³² European Securities and Markets Authority 2013, S. 43, Rdn. 175.

¹⁰³³ European Securities and Markets Authority 2013, S. 44, Rdn. 176.

¹⁰³⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 44, Rdn. 178.

¹⁰³⁵ European Securities and Markets Authority 2013, S. 51, Rdn. 208.

¹⁰³⁶ European Securities and Markets Authority 2013, S. 46, Rdn. 189.

(7) Ergebnis des ESMA-Berichts und Einschätzung der EU-Kommission

Die ESMA und auch die EU-Kommission beurteilen die mit der Verordnung (EU) 236/2012 und den begleitenden Ausführungs- und Delegierten Verordnungen eingeführten Leerverkaufsbeschränkungen weitgehend als erforderlich und angemessen¹⁰³⁷. Moderate Änderungen schlägt die ESMA namentlich hinsichtlich der market-maker- exemptions (Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012)¹⁰³⁸, des in Art. 15 Verordnung (EU) 236/2012 geregelten Eindeckungsverfahrens („buy-in procedure“ → Auslagerung der Vorschriften über buy-in procedures in eine separate Verordnung)¹⁰³⁹, sowie hinsichtlich der im Rahmen des Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 erforderlichen Grenzwertberechnungen vor¹⁰⁴⁰. Die Eingriffsbefugnis des Art. 23 Verordnung (EU) 236/2012 (Befugnis der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden zur befristeten Beschränkung des Leerverkaufs von Finanzinstrumenten bei signifikantem Kursverfall) sollte nach Auffassung der ESMA weniger komplex gestaltet und die festgelegten Grenzwerte teilweise angepasst werden¹⁰⁴¹.

Auch wenn das Fazit der ESMA hinsichtlich der Verordnung (EU) 236/2012 überwiegend positiv ausfällt, wird gleichwohl anerkannt, dass aufgrund der bislang bescheidenen Erfahrungswerte in absehbarer Zeit eine erneute Folgenanalyse durchgeführt werden sollte¹⁰⁴².

Die EU-Kommission nimmt die von der ESMA vorgetragenen Änderungsvorschläge zur Kenntnis, sieht aber gegenwärtig keinen Änderungsbedarf. Sie vertritt die Auffassung, dass es noch zu früh sei, „um auf der Grundlage der verfügbaren Hinweise endgültige Schlussfolgerungen über die Funktionsweise der Leerverkaufsverordnung zu ziehen, die eine Überarbeitung der Rechtsvorschriften zum jetzigen Zeitpunkt rechtfertigen würden“¹⁰⁴³.

¹⁰³⁷ European Securities and Markets Authority 2013, S. 50, Rdn. 208.

¹⁰³⁸ Vorgeschlagen wird eine Vereinfachung und Ausdehnung der market-maker-exemption. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 36 ff, Rdn. 149 ff.

¹⁰³⁹ Inzwischen sind buy-in- procedures (wie von der ESMA vorgeschlagen) in einer eigenen EU-Verordnung geregelt. Vgl. Europäischen Parlament/ Europäischer Rat.

¹⁰⁴⁰ Die durch Art. 23 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012 sowie durch Verordnung (EU) 918/2012 festgelegten Grenzwerte sind nach Einschätzung der ESMA teilweise zu niedrig angesetzt.

¹⁰⁴¹ European Securities and Markets Authority 2013, S. 51, Rdn. 209–211.

¹⁰⁴² European Securities and Markets Authority 2013, S. 4 & 8–9.

¹⁰⁴³ Europäische Kommission 2013, S. 10.

IV. Überprüfung der Verordnung (EU) 236/2012 nach Maßgabe des europäischen Primärrechts

In diesem Kapitel wird die Verordnung (EU) 236/2012 anhand des europäischen Primärrechts überprüft; Die Leerverkaufsverordnung ist nur rechtmäßig, wenn sie kompetenzgerecht und unter Beachtung des unionsrechtlichen Subsidiaritätsgrundsatz sowie des kompetenziellen Verhältnismäßigkeitsgebotes erlassen wurde. Zudem dürfen die einzelnen Vorschriften der Leerverkaufsverordnung weder europäische Grundfreiheiten, noch die Grundrechte der Europäischen Grundrechtscharta verletzen.

A. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Kompetenzzuweisungen der europäischen Verträge

Die Verordnung (EU) 236/2012 muss den grundlegenden Vertragswerken der Europäischen Union – dem *Vertrag über die Europäische Union (EUV)* sowie dem *Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)* gerecht werden. Dieses europäische Primärrecht bildet die Verfassung der Europäischen Union. Es bindet gemäß Art. 13 Abs. 2 S. 1 EUV das Handeln der Unionsorgane¹⁰⁴⁴. Europäisches Sekundärrecht wie die Verordnung (EU) 236/2012 dürfen daher den Kompetenzvorschriften des europäischen Primärrechts, dem in Art. 5 Abs. 3 EUV verankerten Subsidiaritätsgrundsatz sowie dem kompetenziellen Verhältnismäßigkeitsgrundsatz des Art. 5 Abs. 4 EUV nicht widersprechen¹⁰⁴⁵.

1. Rechtsgrundlagen der Verordnung (EU) 236/2012

Rechtsgrundlage der Verordnung (EU) 236/2012 ist Art. 114 AEUV¹⁰⁴⁶. Die ergänzenden Delegierten- und Durchführungsverordnungen stützen sich auf die Art. 290 und 291 AEUV sowie auf die Art. 42 und 44 der zugrundeliegenden Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁴⁴ Ausführlich zu europäischen Primärrecht als Prüfmaßstab für die Rechtsakte der Union vgl. Frenz 2010, Rn. 539–540.

¹⁰⁴⁵ Das kompetentielle Verhältnismäßigkeitsprinzip des Art. 5 Abs. 4 EUV ist strikt von dem grundrechtlichen Verhältnismäßigkeitsprinzip zu unterscheiden. Ersteres schützt die Mitgliedsstaaten der EU vor unverhältnismäßigen Eingriffen des Unionsgesetzgebers in ihre Kompetenzen. Letzteres schützt den einzelnen Normadressaten vor unverhältnismäßigen Belastungen. Vgl. Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 41–42.

¹⁰⁴⁶ Verordnung (EU) 236/2012, Satz 1.

Art. 114 AEUV¹⁰⁴⁷ dient der Errichtung und der Funktionserhaltung des in Art. 26 Abs. 2 AEUV definierten Binnenmarktes¹⁰⁴⁸. Er berechtigt die EU zum Erlass von Maßnahmen, die der Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedsstaaten dienen¹⁰⁴⁹. Die durch Art. 114 AEUV angestrebte Harmonisierung des Europäischen Binnenmarktes unterfällt der geteilten Zuständigkeit gemäß Art. 4 Abs. 1 a) AEUV, die funktional mit der aus den Art. 72 und 74 Grundgesetz bekannten konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz des Bundes vergleichbar ist¹⁰⁵⁰. Aufgrund der funktionalen Ausrichtung der Binnenmarktharmonisierungskompetenz des Art. 114 AEUV kann der Norm prinzipiell jede Sachmaterie unterfallen¹⁰⁵¹. Allerdings gewährt Art. 114 AEUV keine allgemeine und umfassende Gesetzgebungskompetenz, da andernfalls das in Art. 5 Abs. 2 AEUV niedergelegte Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung ausgehebelt werden würde¹⁰⁵². Eine Gesetzgebungskompetenz enthält Art. 114 AEUV daher nur für Rechtsangleichungen, die das Funktionieren des Binnenmarktes verbessern und die spürbare und unmittelbare Hemmnisse des Binnenmarktes zu beseitigen geeignet sind (Binnenmarktbezug)¹⁰⁵³.

Der europäische Ordnungsgeber begründet den Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 mit der während der Finanzmarktkrise zutage getretenen Notwendigkeit, die bis dato stark divergierenden Leerverkaufsregulierungen der Mitgliedsstaaten zu vereinheitlichen. Die Vereinheitlichung der europäischen Leerverkaufsregulierung diene der Sicherstellung der ordnungsgemäßen Funktionsweise des Binnenmarkts, insbesondere in Bezug auf die Finanzmärkte. Durch die Verordnung (EU) 236/2012 solle ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz gewährleistet, sowie ein erhöhtes Maß an Koordinierung und Kohärenz zwischen den Mitgliedstaaten sichergestellt werden¹⁰⁵⁴. Nur ein harmonisiertes Vorgehen könne die während der Finanzmarktkrise zutage getretene Fragmentierung der europäischen

¹⁰⁴⁷ § 114 AEUV entspricht im Wesentlichen dem früheren Art. 95 EGV. In älteren Kommentierungen und Gerichtsentscheidungen wird daher gelegentlich auf Art. 95 EGV referenziert.

¹⁰⁴⁸ Der europäische Binnenmarkt soll gemäß Art. 26 AEUV durch die Beseitigung aller Hemmnisse des freien Waren-Personen- Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten geschaffen werden.

¹⁰⁴⁹ Vgl. § 114 Abs. 1 AEUV. Vgl. Lux in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 26 AEUV, Rdn. 3.

¹⁰⁵⁰ Auf Gebieten geteilter Zuständigkeit können sowohl die Mitgliedstaaten als auch die EU verbindliche Rechtsakte erlassen. Die Mitgliedstaaten dürfen aber nur insoweit gesetzgeberisch tätig werden, sofern und soweit die EU ihre Zuständigkeit nicht ausgeübt hat. Vgl. Art. 2 Abs. 2 AEUV. Ausführlich zur geteilten Zuständigkeit gemäß Art. 2 Abs. 2 AEUV Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 2 AEUV, Rdn. 15 ff.

¹⁰⁵¹ Fischer in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 114 AEUV, Rdn. 9.

¹⁰⁵² EuGH, Urteil vom 5. 10. 2000 – C-376/98 Rdn. 84 („Tabakwerbung“); Fischer in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 114 AEUV, Rdn. 9.

¹⁰⁵³ EuGH, Urteil vom 12. 12. 2006 – C-380/03, Rdn. 38; Fischer in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 114 AEUV, Rdn. 9.

¹⁰⁵⁴ Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 2.

Wertpapiermärkte beheben und die mit Leerverkäufen einhergehenden Risiken bewältigen¹⁰⁵⁵.

Die vorstehend skizzierte Begründung des Verordnungsgebers dürfte nicht zu beanstanden sein: Die Ereignisse der zurückliegenden Finanzmarktkrise haben die zunehmend vernetzten Finanzmärkte der EU-Mitgliedstaaten und damit auch den europäischen Binnenmarkt erheblich belastet und destabilisiert. Eine koordinierte Reaktion der nationalstaatlichen Aufsichtsbehörden auf die Herausforderungen der Finanzmarktkrise war in Abwesenheit eines gemeinsamen regulatorischen Rahmenwerks vielfach nicht möglich. Ein stabiles und verlässliches Finanzsystem ist aber zentrale Grundvoraussetzung für die Stabilität des Binnenmarktes und seinen Zusammenhalt. Tiefer und umfangreicher integrierte Finanzmärkte bieten Aufsichtsbehörden bessere Möglichkeiten auf Krisensituationen rasch und zielführend zu reagieren, Schocks zu vermeiden und Destabilisierungstendenzen entgegenzuwirken¹⁰⁵⁶. Dass zunehmend globalisierte Finanzmärkte einer koordinierten, transnationalen Aufsicht und Regulierung bedürfen ist daher – wenn auch nicht unumstritten¹⁰⁵⁷ – wohl die überwiegende Auffassung in Politik, Marktpraxis und Wissenschaft¹⁰⁵⁸.

Unterschiedliche Leerverkaufsregulierungen der EU-Mitgliedsstaaten können das Funktionieren des Binnenmarktes in besonderer Weise beeinträchtigen, da Aktien extrem bewegliche Güter sind, die in großer Zahl grenzüberschreitend und damit in unterschiedlichen Jurisdiktionen gehandelt werden können. Divergierende Aufsichtsregime der EU-Mitgliedstaaten können daher zu einer Abwanderung von Marktteilnehmern an die weniger stark regulierten Handelsplätze der EU und damit zu einer Aufweichung von Regulierungsstandards („race to the bottom“) führen¹⁰⁵⁹. Dies kann aus ordnungspolitischer Warte nicht erwünscht sein. Eine EU-weit einheitliche Leerverkaufsregulierung bietet aber den häufig transnational agierenden Marktteilnehmern auch einen ganz unmittelbaren Vorteil:

¹⁰⁵⁵ Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 1 und 5.

¹⁰⁵⁶ Für eine Stärkung der europäischen Finanzmarktaufsicht als notwendige Konsequenz der Finanzkrise 2008 auch Frenz 2011, Rn. 3555; Lutter et al. op. 2012, S. 347, Rdn. 334.

¹⁰⁵⁷ Kritisch zu dem Konzept einer transnationalen bzw. globalisierten Aufsichtsstruktur: Dieter. Auch Siekmann merkt an, dass der Nutzen transnationaler Aufsichtsstrukturen bisher empirisch nicht belegt sei: Siekmann, S. 6.

¹⁰⁵⁸ Van Aaken in: Möllers et al. 2007, S. 219 (221–226; Financial Services Authority 2009b, S. 145 ff.; DIHK-Vorstandssitzung am 18. Juni 2009 in Berlin, Protokollanlage 2 zu TOP 8; (Finanzmarktregulierung – international und mit Augenmaß), S. 1-2; Hartung und Sell 2008, S. 27; Beschluss SPD-Bundesparteitag, 14. - 16.11.2013, Leipzig (Neues Vertrauen für ein besseres Europa), Rdn. 180 ff.; Beschluss CDU- 24. Bundesparteitag (Starkes Europa – Gute Zukunft für Deutschland), S. 15, Rdn. 7; Europawahlprogramm der Grünen vom 23/25.1.2009, S. 105.

¹⁰⁵⁹ Ausführlich zum Phänomen des „race to the bottom“ Moloney et al. 2015, S. 195; Ausdrücklich unter Bezugnahme auf Aktienleerverkäufe, Frenz 2011, Rn. 3363; Zur Mitursächlichkeit des US-amerikanischen „race to the bottom“- Regulierungsansatzes für die Finanzmarktkrise 2008 vgl. Langhorst Juli/2009.

Eine im Jahr 2010 von dem *Committee of European Securities Regulators* (CESR)¹⁰⁶⁰ im Vorfeld der Leerverkaufsregulierung durchgeführte Umfrage unter Marktteilnehmern ergab, dass sich die große Mehrheit der befragten Marktteilnehmer eine möglichst einheitliche europäische oder gar globale Leerverkaufsregulierung wünschte¹⁰⁶¹. Dies ist insofern wenig überraschend, als transnational agierende Marktteilnehmer bei Bestehen einer paneuropäischen Leerverkaufsregulierung lediglich eine für alle EU-Märkte einheitliche Leerverkaufsregulierung anstelle zahlreicher divergierender nationaler Vorschriften beachten müssen. Dies kann bei transnational agierenden Marktteilnehmern unternehmensinterne Compliance-Prozesse vereinfachen und so zu Kostensenkungen beitragen¹⁰⁶².

Angesichts der vorstehend skizzierten Vorteile einer gesamteuropäischen Leerverkaufsregulierung kann angenommen werden, dass die Verordnung (EU) 236/2012 zu einer verbesserten Funktion des EU-Binnenmarktes beiträgt, so dass der gemäß Art. 114 AEUV erforderliche Binnenmarktbezug gegeben ist. Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass dem Unionsgesetzgeber bei der Bewertung komplexer politischer oder wirtschaftlicher Sachverhalte ein weiter Ermessensspielraum zukommt, der nur bei offenkundigen Fehlannahmen überschritten ist¹⁰⁶³. Die Regulierung von Leerverkäufen betrifft eine komplexe wirtschaftspolitische Materie. Ein offensichtlicher Fehlgebrauch des dem europäischen Gesetzgeber zustehenden Einschätzungs- und Gestaltungsspielraums ist vorliegend nicht ersichtlich. Der Unionsgesetzgeber durfte folglich den Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 auf Art. 114 AEUV stützen.

2. Beachtung des Subsidiaritätsgrundsatzes (Art. 5 Abs. 3 EUV)

Da die Materien des Binnenmarktes regelmäßig nicht der ausschließlichen Kompetenz der EU unterliegen, haben Rechtsangleichungen im Binnenmarkt nach Art. 114 AEUV das

¹⁰⁶⁰ Das CESR kann als Vorläufer der am 01.01.2011 gegründeten europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde *European Securities and Markets Authority* (ESMA) bezeichnet werden. Allerdings gehen die Befugnisse der ESMA deutlich über diejenigen des CESR hinaus.

¹⁰⁶¹ Committee of European Securities Regulators 2010b, S. 3, Rdn. 7.

¹⁰⁶² Zu der erheblichen Rolle von Compliance-Kosten im Wertpapierhandel vgl. Kumar 2016.

¹⁰⁶³ Der EuGH legt die den Unionsorganen durch Art. 114 AEUV eingeräumten Kompetenzen extensiv aus. So erklärte der EuGH in seinem Urteil über die Tabakwerbeverbot-Richtlinie (EuGH, Urteil vom 12. 12. 2006 – C-380/03) nicht den tatsächlich im Vordergrund der Richtlinie stehenden Gesundheitsschutz, sondern die Verbesserung der Bedingungen für das Funktionieren des Binnenmarktes zum eigentlichen Zweck der Richtlinie. Die extensive Auslegung des Art. 114 AEUV setzte der EuGH in jüngerer Zeit mit dem Urteil zur Vorratsdatenspeicherung fort (EuGH, Urteil vom 10. 2. 2009 – C-301/06).

Subsidiaritätsprinzip des Art. 5 Abs. 3 EUV zu beachten¹⁰⁶⁴. Gemäß Art. 5 Abs. 3 EUV wird die Union in den Bereichen, die nicht in ihre ausschließliche Zuständigkeit fallen, nur tätig, *„sofern und soweit die Ziele der in Betracht gezogenen Maßnahmen von den Mitgliedstaaten weder auf zentraler noch auf regionaler oder lokaler Ebene ausreichend verwirklicht werden können, sondern vielmehr wegen ihres Umfangs oder ihrer Wirkungen auf Unionsebene besser zu verwirklichen sind“*.

Eine Maßnahme des Unionsgesetzgebers genügt dem Subsidiaritätsgrundsatz des Art. 5 Abs. 3 EUV folglich nur, wenn das angestrebte Ziel weder auf nationaler, regionaler oder lokaler Ebene erreichbar ist (Erforderlichkeitskriterium) und wenn die Zielverwirklichung auf Unionsebene besser als auf nationalstaatlicher Ebene möglich ist (Effizienzkriterium). Beide Voraussetzungen müssen kumulativ vorliegen¹⁰⁶⁵.

Dass die derzeit 28 Mitgliedsstaaten der EU nicht in der Lage sind, durch nationale Massnahmen eine EU-weit einheitliche Leerverkaufsregulierung zu bewerkstelligen, belegen bereits die vor Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 erheblich divergierenden nationalen Leerverkaufsvorschriften. Die Möglichkeit, einer effizienteren Regelung der Materie auf nationaler Ebene kann angesichts der zuvor in den EU-Staaten herrschenden aufsichtsrechtlichen Zersplitterung und der damit einhergehenden Aufsichtsarbitrage ebenfalls nicht angenommen werden. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass den handelnden Unionsorganen nach der Rechtsprechung des EuGH bezüglich der im Rahmen Subsidiaritätsprüfung vorzunehmenden Prognoseentscheidung ein erheblicher Einschätzungs- und Gestaltungsspielraum zukommt¹⁰⁶⁶. Ein Verstoß gegen das Subsidiaritätsprinzip des Art. 5 Abs. 3 EUV wird bei Rechtssetzungsakten von Unionsorganen daher nur dann anzunehmen sein, wenn diese den ihnen zur Verfügung stehenden Einschätzungs- und Gestaltungsspielraum offenkundig fehlerhaft nutzen.¹⁰⁶⁷ Hierfür liegen im vorliegenden Fall keine Anhaltspunkte vor. Die mit der Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommene

¹⁰⁶⁴ Remien in: Schulze et al. 2015, § 14 Rdn. 7, 11. Zum personellen Anwendungsbereich des Art 5 Abs. 3 EUV vgl. Lienbacher in: Schwarze und Becker 2012, Art 5 EUV, Rdn. 21.

¹⁰⁶⁵ Lienbacher in: Schwarze und Becker 2012, Art 5 EUV, Rdn. 23; Langguth in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 5 EUV, Rdn. 22.

¹⁰⁶⁶ Nach *Kahl* wird der Subsidiaritätsgrundsatz regelmäßig nicht verletzt sein, wenn die Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 114 Abs. 1 AEUV erfüllt sind: Kahl in: Calliess und Ruffert 2011, Art 114 AEUV, Rdn. 27; Vgl. diesbezüglich ferner: EuGH, Urteil vom 8. 7. 2010 – C-343/09, Rdn. 47; EuGH, Urteil vom 21. 7. 2011 – C-15/10, Rdn. 126; Lienbacher in: Schwarze und Becker 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 27.

¹⁰⁶⁷ Hinsichtlich der Einhaltung des Subsidiaritätsgrundsatzes geht die Kontrolldichte des EuGH kritischen Stimmen in der Literatur zur Folge „gegen Null“. Vgl. Streinz in: Streinz et al. 2012, Art 5 EUV, Rdn. 40; Vgl. ferner Lienbacher in: Schwarze und Becker 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 26–27.

paneuropäische Leerverkaufsregulierung verstößt folglich nicht gegen das in Art. 5 Abs. 3 EUV niedergelegte Subsidiaritätsprinzip.

3. Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgebotes (Art. 5 Abs. 4 EUV)

Die Rechtssetzungsakte von Unionsorganen müssen zur Erreichung des gesetzgeberischen Ziels *geeignet* und *erforderlich* sein¹⁰⁶⁸. Maßnahmen der Union dürfen gemäß Art. 5 Abs. 4 EUV inhaltlich wie formal nicht über das zur Erreichung der Vertragsziele erforderliche Maß hinausgehen¹⁰⁶⁹.

In der Rechtsprechung des EuGH spielt die Prüfung der *Geeignetheit* gesetzgeberischer Maßnahmen von Unionsorganen eine eher untergeordnete Rolle. Danach ist eine Maßnahme bereits geeignet, wenn sie zum Zeitpunkt ihres Erlasses nicht als offensichtlich ungeeignet zur Verwirklichung des angestrebten Zieles erscheint¹⁰⁷⁰. Die Einschätzung des europäischen Gesetzgebers, dass eine paneuropäische Leerverkaufsregulierung zu Sicherung der ordnungsgemäßen Funktionsweise des Binnenmarkts¹⁰⁷¹ zweckmäßig ist, wird von zahlreichen Stimmen in Politik, Wissenschaft und Marktpraxis geteilt¹⁰⁷². Die Verordnung (EU) 236/2012 ist damit geeignet, das von dem europäischen Gesetzgeber verfolgte Ziel einer Binnenmarktstabilisierung, zu erreichen.

Eine gesetzgeberische Maßnahme ist *erforderlich*, wenn das angestrebte Ziel nicht ebenso wirksam durch eine andere, für die Mitgliedsstaaten weniger invasive Maßnahme erreicht werden kann¹⁰⁷³. Der Unionsgesetzgeber hat nach dem „Prinzip des schonendsten Ausgleichs“ unter mehreren, gleich wirksamen Mitteln das die mitgliedstaatlichen

¹⁰⁶⁸ Ausführlich zu Inhalt und Tragweite des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit, Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, Art 5 EUV, Rdn. 45 ff.

¹⁰⁶⁹ Lenbacher in: Schwarze und Becker 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 37.

¹⁰⁷⁰ Vgl. EUGH, Urt. v. 07.02.1973, Az.: C-40/72, Slg. 1973, 125, Rdn. 14; Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 5 EUV, Rdn. 45 (m.w.N.).

¹⁰⁷¹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 2.

¹⁰⁷² Vgl. van Aaken in: Möllers et al. 2007, S. 219 (221–226); Financial Services Authority 2009b, S. 145 ff; DIHK-Vorstandssitzung am 18. Juni 2009 in Berlin, Protokollanlage 2 zu TOP 8; (Finanzmarktregulierung – international und mit Augenmaß), S. 1-2; Hartung und Sell 2008, S. 27; Beschluss SPD-Bundesparteitag, 14 - 16.11.2013, Leipzig (Neues Vertrauen für ein besseres Europa), Rdn. 180 ff.; Beschluss CDU- 24. Bundesparteitag (Starkes Europa – Gute Zukunft für Deutschland), S. 15, Rdn. 7; Europawahlprogramm der Grünen vom 23/25.1.2009, S. 105.

¹⁰⁷³ Ausführlich zu dem Verhältnismäßigkeitsprinzip als Schutzvorschrift zugunsten der *Mitgliedstaaten* vgl. Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 41–42.

Kompetenzen am geringsten beeinträchtigende Mittel auszuwählen¹⁰⁷⁴. Grundsätzlich ist das die Mitgliedsstaaten am geringsten bindende Mittel anzuwenden (Empfehlung vor Richtlinie, Richtlinie vor Verordnung), um den Mitgliedsstaaten Spielräume bei der Umsetzung des unionalen Ziels zu gewähren. Ggf. kann auch eine gegenseitige Anerkennung¹⁰⁷⁵ einer Harmonisierung vorzuziehen sein. Innerhalb der Harmonisierungsstufen ist – soweit dies ohne Preisgabe der unionalen Ziele möglich ist – einer Mindestharmonisierung der Vorzug vor einer Vollharmonisierung zu geben¹⁰⁷⁶.

Im vorliegenden Fall hat der Unionsgesetzgeber Leerverkäufe mittels einer europäischen Verordnung reguliert. Er hat damit das schärfste und weitreichendste aller ihm zur Verfügung stehenden Regulierungsmittel gewählt. Inhaltlich verfolgt die Verordnung (EU) 236/2012 das Ziel einer systematischen Angleichung sämtlicher Leerverkaufsvorschriften in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union: Die EU-Mitgliedstaaten der EU dürfen in den von der Verordnung (EU) 236/2012 geregelten Sachverhalte keine abweichenden Vorschriften beibehalten oder erlassen und sie verlieren für diese Sachverhalte jede Änderungskompetenz für die Zukunft¹⁰⁷⁷. Der europäische Gesetzgeber hat damit im Zusammenhang mit der Regulierung von Leerverkäufen den bis zur jüngsten Finanzmarktkrise im Finanzdienstleistungsrecht geltenden Grundsatz der Mindestharmonisierung aufgegeben und Leerverkäufe einer detaillierten Vollharmonisierung unterworfen¹⁰⁷⁸.

Darüber, ob eine EU-weite Reglementierung von Aktienleerverkäufen erforderlich ist, kann gestritten werden¹⁰⁷⁹. Es gibt durchaus Stimmen, die mehrere Jurisdiktionen umfassende Finanzmarktregulierungssysteme kritisch beurteilen. So vertritt etwa *Heribert Dieter* in einer im Mai 2015 von der Stiftung Wissenschaft und Politik veröffentlichten Studie die These,

¹⁰⁷⁴ Langguth in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 5 EUV, Rdn. 36–38; Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 41–42.

¹⁰⁷⁵ Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament - Die gegenseitige Anerkennung im Rahmen der Folgemaßnahmen zum Aktionsplan für den Binnenmarkt (KOM/99/0299 endg.), Brüssel, 06.06.1999.

¹⁰⁷⁶ Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 46.

¹⁰⁷⁷ Vgl. bspw. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund 2: „Die Regeln für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps müssen harmonisiert werden, um zu verhindern, dass Hindernisse für das ordnungsgemäße Funktionieren des Binnenmarkts entstehen, da die Mitgliedstaaten ansonsten voraussichtlich weiterhin divergierende Maßnahmen ergreifen werden“.

¹⁰⁷⁸ Ausführlich zu dem bis zur jüngsten Finanzkrise im Finanzdienstleistungsaufsichtsrecht geltenden Grundsatz der Mindestharmonisierung und zu dem Umschwenken des europäischen Gesetzgebers zu einem Ansatz der Vollharmonisierung infolge der Krise, Bischof/Jung in: Schulze et al. 2015, § 20, Rdn. 89; Ohler in: Ruffert 2013-, § 10, Rdn. 46.

¹⁰⁷⁹ So weist *Siekmann* darauf hin, dass der Nutzen transnationaler Finanzmarktregulierungen bislang empirisch nicht bewiesen sei: Siekmann, S. 6.

diverse („balkanisierte“) Finanzmärkte könnten das internationale Finanzsystem eher stabilisieren, als transnationale oder gar globale Regulierungen¹⁰⁸⁰. Die wohl überwiegende Meinung in Wissenschaft und Politik stimmt aber darin überein, dass die zurückliegende Finanzmarktkrise maßgeblich auf die starke Fragmentierung der weltweiten Finanzmärkte und Aufsichtssysteme zurückzuführen sei, die ein rechtzeitiges Erkennen der aus den transnationalen und globalen Verflechtungen der Finanzmarktakteure folgenden Risiken verhindert habe. Auch die aufgrund der Fragmentierung der Finanzmärkte den Finanzmarktakteuren gegebene Möglichkeit, sich durch Sitzverlagerung die ihnen genehmen Aufsichtsbehörde selbst auszusuchen (Aufsichtsarbitrage), habe krisenverschärfend gewirkt. Aufgrund der extrem engen globalen Verflechtung der Finanzmärkte seien zwar auch transnationale Finanzmarktregulierungen kein Allheilmittel, nationale regulatorische Alleingänge seien aber zum Scheitern verurteilt¹⁰⁸¹.

Der Unionsgesetzgeber hat den Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 mit dem Bedürfnis begründet, Ereignissen wie der jüngste Finanzmarktkrise durch eine Vereinheitlichung der fragmentarischen Aufsichtssysteme der EU-Mitgliedsstaaten besser entgegenwirken zu können um auf diese Weise eine ordnungsgemäße Funktionsweise des europäischen Binnenmarktes – und insbesondere des Finanzmarktes – sicherstellen zu können¹⁰⁸². Diese Begründung des Verordnungsgebers ist, wie vorstehend gezeigt, vertretbar.

Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass dem Unionsgesetzgeber nach der Rechtsprechung des EuGH im Rahmen der kompetentiellen Verhältnismäßigkeitsprüfung ein großzügiger politischer Ermessensspielraum zur Verfügung steht¹⁰⁸³. Für das Vorliegen einer evidenten Ermessensüberschreitung des europäischen Verordnungsgebers liegen im vorliegenden Fall keine Anhaltspunkte vor. Die Verordnung (EU) 236/2012 entspricht damit auch dem Verhältnismäßigkeitsgebot des Art. 5 Abs. 4 EUV.

¹⁰⁸⁰ Transnationale und globale Finanzmarktregulierungen versagen laut *Dieter* regelmäßig, da diese im Regelfall als Folge vergangener Finanzmarktkrisen umgesetzt würden und neue Gefahren – die häufig aus Finanzmarktinnovationen entstünden – verkennen würden. Zudem seien transnationale Finanzmarktregulierungen heftigem Lobbyismus ausgesetzt, was häufig zu einer unzureichenden "light touch regulation" führe. Besser seien daher häufig maßgeschneiderte nationale oder regionale Lösungen. Dieter; Dieter 2011. Ebenfalls skeptisch hinsichtlich der Effektivität transnationaler Finanzmarktregulierungen äußerte sich auch die *Warwick Commission* in einem 2009 veröffentlichten Bericht: The University of Warwick 2009.

¹⁰⁸¹ Langhorst Juli/2009; Münch 2015, S. 84 ff; Für eine Stärkung der europäischen Finanzmarktaufsicht als notwendige Konsequenz der Finanzkrise 2008 auch Frenz 2011, Rn. 3555; Lutter et al. op. 2012, S. 347, Rdn. 334.

¹⁰⁸² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgründe 1-3.

¹⁰⁸³ Vgl. EuGH, Urteil vom 13. 5. 1997 – C-233/94, Slg 1997, I 2405 Rn. 56.; vgl. ferner EuGH, Urteil vom 12. 11. 1996 – C-84/94, Slg 1996, I-5755, Rdn. 57; Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 5 EUV, Rdn. 48.

4. Verstößt Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 gegen europäisches Primärrecht?

Während, wie vorstehend gezeigt, die Verordnung (EU) 236/2012 grundsätzlich mit den Kompetenzvorschriften der europäischen Verträgen, mit dem europäischen Subsidiaritätsgrundsatz und mit dem Verhältnismäßigkeitsgebot vereinbar ist, verdient eine Vorschrift der Verordnung (EU) 236/2012 unter kompetenziellen Gesichtspunkten eine vertiefende Betrachtung: Die Eingriffsbefugnis der ESMA nach Art. 28 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 erlaubt der ESMA, die Durchführung von Leerverkäufen und anderen Transaktionen in Ausnahmesituationen temporär zu untersagen oder an die Erfüllung von Bedingungen zu knüpfen. Zudem kann die ESMA Marktteilnehmer gemäß Art. 28 Abs. 1 a) Verordnung (EU) 236/2012 dazu verpflichten, ihre Netto-Leerverkaufspositionen der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden oder offenzulegen. Derartige Untersagungsverfügungen der ESMA sind gemäß Art. 28 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 an zwei Eingriffsvoraussetzungen gebunden. Erste Voraussetzung ist, dass die untersagten Tätigkeiten die *„ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union bedrohen und die Auswirkungen grenzübergreifend sind“*. Zweite Eingriffsvoraussetzung ist, dass *„keine zuständige Behörde Maßnahmen ergriffen hat, um der Bedrohung zu begegnen, oder eine oder mehrere der zuständigen Behörden Maßnahmen ergriffen hat, die der Bedrohung nicht in angemessener Weise gerecht werden“*.

Die Eingriffsbefugnis nach Art. 28 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 ist folglich an eine von der ESMA festzustellenden Gefahr einer durch die untersagte bzw. eingeschränkte Tätigkeit bewirkte grenzüberschreitenden Finanzmarktdestabilisierung und zweitens an ein – ebenfalls von der ESMA festzustellendes – Unvermögen der nationalstaatlichen Aufsichtsbehörden, der Finanzmarktdestabilisierung effektiv entgegenzuwirken, gekoppelt. Die beiden vorstehend zitierten Eingriffsvoraussetzungen sind weit formuliert und bedürfen einer wertenden Auslegung durch die rechtsanwendende ESMA. Zwar erfolgt durch Art. 24 Abs. 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 eine gewisse Präzisierung der vorstehend beschriebenen Eingriffsvoraussetzungen. Allerdings ist auch diese Konkretisierung derart offen und auslegungsbedürftig formuliert, dass sie den weiten Einschätzungs- und

Ermessensspielraum der ESMA kaum Grenzen zu setzen vermag¹⁰⁸⁴. Auf der Rechtsfolgenseite steht der ESMA eine Vielzahl möglicher Maßnahmen – von einer Verhängung von Melde- und Offenlegungspflichten bis hin zu Einschränkungen und Untersagungen von Leerverkäufen – zur Verfügung¹⁰⁸⁵.

Vor Verhängung von Maßnahmen nach Art. 28 Abs. 1 b) Verordnung (EU) 236/2012 hat die ESMA die Vorteile der verhängten Maßnahmen mit möglichen Risiken – bspw. hinsichtlich möglicher Auswirkungen der verhängten Maßnahme auf die Marktliquidität – abzuwägen¹⁰⁸⁶. Sie hat ferner vor der Verhängung von Notmaßnahmen den ESRB¹⁰⁸⁷ sowie ggf. auch weitere zuständige (nationale) Behörden zu konsultieren¹⁰⁸⁸. Soweit die ESMA von einer Konsultation der zuständigen nationalen Behörden vor Erlass einer Maßnahme nach Art. 28 Abs. 1 absieht, sind diese zumindest detailliert über die Maßnahme zu informieren¹⁰⁸⁹. Ihren Beschluss hat die ESMA zu begründen und zu veröffentlichen. Maßnahmen nach Art. 28 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 hat die ESMA mindestens alle drei Monate zu überprüfen und ggf. zu verlängern. Unterbleibt eine Verlängerung, tritt die Maßnahme automatisch außer Kraft¹⁰⁹⁰.

Die Eingriffsbefugnis des Art. 28 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 eröffnet der ESMA sowohl auf der Tatbestandsseite, wie auch auf der Rechtsfolgenseite nicht unerhebliche Einschätzungs- und Ermessensspielräume. Die Übertragung von Ermessensentscheidungen auf europäische Agenturen ist aber unter vertragssystematischen, kompetenziellen und demokratietheoretischen Aspekten problematisch. Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 wurde daher Gegenstand einer vom Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland (nachfolgend: „Vereinigtes Königreich“) vor dem EuGH betriebenen Nichtigkeitsklage, die nachfolgend vorgestellt werden soll.

¹⁰⁸⁴ So soll etwa gemäß Art. 24 Abs. 1 c) der delegierten Verordnung (EU) 918/2012 eine ein Eingreifen der ESMA legitimierende Lage bestehen bei „erheblichen Verkaufsdruck oder ungewöhnliche(r) Volatilität“ bei Finanzinstrumenten, die sich auf systemrelevante Marktteilnehmer (Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften, Marktinfrastrukturanbieter, Vermögensverwaltungsgesellschaften, öffentliche Emittenten) beziehen und die eine „erhebliche Abwärtsspirale in Gang setzen“ können.

¹⁰⁸⁵ Vgl. Art. 28 Abs. 1 a)- b) Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Art. 28 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁸⁷ Das *European Systemic Risk Board (ESRB)* ist ein EU-Ausschuss zur Bekämpfung von den gemeinschaftlichen Finanzmarkt betreffenden systemischen Risiken. Er ist Bestandteil des europäischen Finanzaufsichtssystems „*European System of Financial Supervision*“ (*ESFS*).

¹⁰⁸⁸ Vgl. Art. 28 Abs. 4 Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁸⁹ Vgl. Art. 28 Abs. 5 Verordnung (EU) 236/2012.

¹⁰⁹⁰ Vgl. Art. 28 Abs. 10 Verordnung (EU) 236/2012.

a) Nichtigkeitsklage des Königreichs Großbritanniens und Nordirlands gegen die in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Eingriffskompetenz der ESMA

Das Vereinigte Königreich stützte seine Klage in eine Vielzahl von Erwägungen, die sich im Wesentlichen wie folgt zusammenfassen lassen: Zum ersten sei die durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Übertragung politischer Entscheidungskompetenzen auf eine Agentur der Union nicht mit der *Meroni*-Rechtsprechung des EuGH¹⁰⁹¹ vereinbar. Zweitens verletzte die Übertragung quasi-legislatorischer Kompetenzen auf eine Unionsagentur die *Romano*-Doktrin des EuGH¹⁰⁹². Drittens sei die Übertragung der in Art. 28 Abs. 2 Verordnung EU 236/2012 vorgesehenen Befugnisse nicht durch Art. 290 und 291 AEUV gedeckt, die Kompetenzübertragungen auf europäische Einrichtungen abschließend regelten. Viertens sei auch die mittels Art. 28 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 mögliche Verhängung von Einzelmaßnahmen gegen Marktteilnehmer nicht von Art. 114 AEUV gedeckt, der den Unionsgesetzgeber weder zum Erlass von Einzelfallbeschlüssen, noch zur Übertragung derartiger Entscheidungsbefugnisse auf eine Einrichtung der Union berechtige. Der EuGH hat mit Urteil vom 22.01.2014 die Klage des vereinigten Königreichs – entgegen dem Plädoyer des Generalanwaltes am EuGH der, ebenfalls eine Nichtigkeitsklage des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 beantragt hatte¹⁰⁹³ – abgewiesen¹⁰⁹⁴. Nachfolgend werden die Entscheidung des EuGH und die sie tragenden Erwägungen dargestellt und bewertet.

(1) Erster Urteilsgrund: Übertragung politischer Entscheidungskompetenzen auf die ESMA – Verstoß gegen die Meroni-Rechtsprechung des EuGH?

Das Vereinigte Königreich rügte mit seiner Klage das der ESMA durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 eingeräumte weite Eingriffsermessen. Insbesondere die Frage, unter welchen Umständen die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des Finanzsystems der Union grenzüberschreitend bedroht ist, könne objektiv kaum beantwortet werden. Gleiches gelte hinsichtlich der im Rahmen des Art. 28 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 zu beantwortenden Frage, ob die primär zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden geeignete Gegenmaßnahmen zur Abwehr einer Destabilisierung des Finanzsystems getroffen haben. Bereits der Umstand, dass die nationalen Aufsichtsbehörden

¹⁰⁹¹ EuGH, Urteil vom 13.06.1958 - 9/56, Slg. 1958, 11. Die Bedeutung der *Meroni*-Rechtsprechung für den vorliegenden Fall wird nachfolgend ausgeführt.

¹⁰⁹² EuGH, Urteil vom 14.05.1981 - 98/80, Slg. 1981, 1241. Die Bedeutung der *Romano*-Rechtsprechung für den vorliegenden Fall wird nachfolgend ausgeführt.

¹⁰⁹³ Jääskinen 2013.

¹⁰⁹⁴ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, C-270/12, NJW 2014, 1359 ff.

während und nach der Finanzmarktkrise 2008 Leerverkäufe in sehr unterschiedlicher Weise einschränkten, belege, dass die Beurteilung, ob und unter welchen Umständen eine Funktionsstörung oder Destabilisierung der Finanzmärkte bzw. des Finanzsystems vorliege und wie auf derartige Störungen zu reagieren ist, abhängig von der politischen und fachlichen Perspektive der entscheidenden Instanz sehr unterschiedlich ausfallen könne. Aus der Rechtssache *Meroni*¹⁰⁹⁵ folge aber, dass eine Delegation politischer Entscheidungsbefugnisse auf vertragsfremde Einrichtungen¹⁰⁹⁶, die eine „tatsächliche Verlagerung der Verantwortung“ mit sich bringt, nicht mit dem europäischen Primärrecht vereinbar sei.

Der EuGH hat diese Sichtweise zurückgewiesen. Zwar hält der EuGH an der *Meroni*-Rechtsprechung, wonach „*nur Ausführungsbefugnisse übertragen werden dürfen, die genau umgrenzt sind*“¹⁰⁹⁷, grundsätzlich fest. Mit dem in der Rechtssache *Meroni* entschiedenen Sachverhalt sei die in Art. 28 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 verankerte Eingriffskompetenz aber nicht vergleichbar: Zum Ersten erfolge durch diese Norm – anders als bei *Meroni* – keine Kompetenzübertragung auf eine privatrechtliche Einrichtung, sondern auf eine unmittelbar durch den europäischen Gesetzgeber gegründete Unionsagentur. Zudem sei „*die Ausübung der Befugnisse nach Art. 28 der Verordnung Nr. 236/2012 – im Gegensatz zu den Befugnissen, die den im Urteil Meroni/Hohe Behörde in Rede stehenden Einrichtungen übertragen worden waren – an verschiedene Kriterien und Bedingungen geknüpft, die den Handlungsspielraum der ESMA begrenzen*“: Diese Ermessensbegrenzungen sieht der EuGH in den durch Art. 28 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 definierten Eingriffsvoraussetzungen – also der Bedrohung der ordnungsgemäßen Funktionsweise und Integrität und Stabilität der Finanzmärkte sowie dem Unvermögen nationaler Aufsichtsbehörden, dieser Bedrohung zu begegnen, verwirklicht. Auch habe die ESMA ihre Entscheidung gemäß Art. 28 Abs. 3-5 Verordnung (EU) 236/2012 einem umfassenden Abwägungsprozess zu unterziehen, den ESRB¹⁰⁹⁸ sowie ggf. auch die nationalen Aufsichtsbehörden zu konsultieren oder zu informieren und die getroffene Maßnahme mindestens alle drei Monate zu überprüfen. Aufgrund der vorstehend dargestellten Umstände und der durch Art. 24 Abs. 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012¹⁰⁹⁹ vorgenommenen weiteren Konkretisierung des Begriffs der

¹⁰⁹⁵ EuGH, Urteil vom 13.06.1958 - 10/56, Slg. 1958, 53.

¹⁰⁹⁶ Die ESMA ist eine „Agentur“ der Europäischen Union („Gemeinschaftsagentur“ / „Europäische Agentur“) Gemeinschaftsagenturen sind im Primärrecht der EU – also im EUV und im AEUV – nicht ausdrücklich vorgesehen. Sie können daher als „vertragsfremde“ Einrichtungen bezeichnet werden. Ausführlich zur Vereinbarkeit europäischer Agenturen mit dem Gemeinschaftsrecht: Wittinger 2008.

¹⁰⁹⁷ Vgl. EuGH, Urteil vom 13.06.1958 - 10/56, S.81, Slg. 1958, 53.

¹⁰⁹⁸ ESRB = European Systemic Risk Board (Europäischer Ausschuss für Systemrisiken).

¹⁰⁹⁹ Art. 24 Abs. 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 lautet:

„Bedrohung der ordnungsgemäßen Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte“ sei die von der ESMA vorzunehmende Entscheidung nur eine „*Tatsachenbeurteilung technischer Art*“. Die der ESMA nach Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 zustehenden Befugnisse seien folglich „*genau eingegrenzt*“ und könnten „*gerichtlich im Hinblick auf die von der übertragenden Behörde festgelegten Ziele*“ überprüft werden¹¹⁰⁰. Die Befugnisübertragung auf die ESMA steht nach Auffassung des EuGH damit im Einklang mit den in der Rechtssache Meroni herausgearbeiteten Erfordernissen.

(a) Erster Urteilsgrund: Kritische Würdigung

Seit der grundlegenden Meroni- Entscheidung des EuGH¹¹⁰¹ ist weithin anerkannt, dass die Organe der Union ihre mit der Ausübung politischer Ermessensentscheidungen verbundenen Entscheidungsbefugnisse nicht auf vertragsfremde Einrichtungen – wie etwa europäischen Agenturen – übertragen dürfen¹¹⁰². Meroni ist eine grundlegende Entscheidung der

„Für die Zwecke des Artikels 28 Absatz 2 Buchstabe a ist eine Bedrohung der ordnungsgemäßen Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder der Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union gleichbedeutend mit:

a) einer drohenden schweren finanziellen, monetären oder budgetären Instabilität eines Mitgliedstaats oder des Finanzsystems eines Mitgliedstaats, wenn dies die ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union ernsthaft bedrohen kann;

b) der Möglichkeit des Ausfalls eines Mitgliedstaats oder supranationalen Emittenten;

c) einem schweren Schaden an den physischen Strukturen von wichtigen Finanzemittenten, Marktinfrastrukturen, Clearing und Abwicklungssystemen und Aufsichtsbehörden, der insbesondere in Fällen, in denen er auf eine Naturkatastrophe oder einen terroristischen Angriff zurückzuführen ist, grenzübergreifende Märkte schwer beeinträchtigen kann, wenn dies die ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der Finanzmärkte oder die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union ernsthaft bedrohen kann;

d) einer schweren Störung bei einem Zahlungssystem oder Abwicklungsprozess — insbesondere wenn diese das Interbankengeschäft betrifft —, die innerhalb der grenzübergreifenden Zahlungssysteme in der Union zu erheblichen Zahlungs- oder Abwicklungsfehlern oder –verzögerungen führt oder führen kann, speziell wenn diese im gesamten oder in einem Teil des Finanzsystems der Union zur Ausbreitung einer finanziellen oder wirtschaftlichen Krise führen kann.“

¹¹⁰⁰ Festzuhalten ist in diesem Zusammenhang – dies verschweigt der EuGH in seiner Entscheidung – dass in der Rechtssache Meroni eine jederzeitige Überprüfung der Entscheidungen der delegierten Stelle durch die befugnisübertragene Behörde und nicht – wie im vorliegenden Fall – durch den EUGH gefordert wird. Dies macht insofern einen großen Unterschied, als im erstgenannten Fall keine Verantwortungsverlagerung auf die delegierte Stelle eintritt, weil die übertragene Behörde stets die volle Verantwortung und Prüfbefugnis hinsichtlich des Handelns der delegierten Stelle behält. Bei einer Überprüfbarkeit der delegierter Stellen nur durch den EuGH findet dagegen eine Verantwortungsverlagerung auf die delegierte Stelle statt, die von der übertragenen Behörde nicht mehr kontrolliert werden kann. Die relevante Passage der Meroni-Entscheidung lautet: „Es dürfen daher nur Ausführungskompetenzen übertragen werden, die genau umgrenzt sind und deren Ausübung von der hohen Behörde in vollem Umfang beaufsichtigt wird“. Vgl. EuGH, Urteil vom 13.06.1958 - 10/56, S. 81, Slg. 1958, 53.

¹¹⁰¹ EuGH, Urteil vom 13.06.1958 - 9/56, Slg. 1958, 11.

¹¹⁰² Vgl. insoweit Europäische Kommission 2008, S. 5: „Den autonomen Befugnissen von Regulierungsagenturen sind nach der geltenden Rechtsordnung der Gemeinschaft klare und deutliche Grenzen gesetzt. Den Agenturen dürfen keine Befugnisse zum Erlass allgemeiner Regulierungsmaßnahmen übertragen werden. Die Agenturen dürfen lediglich Einzelentscheidungen in spezifischen Bereichen, die eine genau definierte technische Sachkenntnis erfordern, treffen und verfügen über keine wirkliche Ermessensbefugnis.“;

europäischen Verfassungsrechtsprechung¹¹⁰³ – sie dient der Wahrung des institutionellen Gleichgewichts innerhalb der Union¹¹⁰⁴. Der EuGH hat auch in dem vorliegenden Verfahren an den durch Meroni aufgestellten Grundsätzen festgehalten¹¹⁰⁵. Im Kern begründet der EuGH die Rechtmäßigkeit der der ESMA in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 eingeräumten Eingriffsbefugnisse mit dem Argument, die Eingriffsvoraussetzungen seien durch die in den Absätzen 2-5 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Abwägungs-Konsultations- und Unterrichtungspflichten sowie durch die konkretisierenden Bestimmungen des Art. 24 Abs. 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 präzise vorgezeichnet. Folglich beinhalte die von der ESMA gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 zu treffende Entscheidung keine Ermessensausübung sondern lediglich eng umgrenzte „Tatsachenbeurteilung technischer Art“¹¹⁰⁶.

Hierzu ist festzustellen: Die in Art. 28 Abs. 2 a) Verordnungen (EU) 236/2012 genannte Eingriffsvoraussetzung – eine grenzüberschreitende Bedrohung der Finanzmarktintegrität oder Finanzmarktstabilität – kann schon deshalb nicht ermessenensbegrenzend wirken, weil diese völlig unbestimmten Begriffe ihrerseits einer weiten Auslegung und politisch höchst unterschiedlichen Interpretationen zugänglich sind. Eine grenzüberschreitende Finanzmarktkrise ist ein verhältnismäßig selten auftretendes und in seiner Entstehung und in seinem Verlauf singulär und ausgesprochen diffizil zu beurteilendes Ereignis¹¹⁰⁷. Folglich existieren hinsichtlich der Analyse und Bewältigung derartiger Krisen auch keine allgemein anerkannten aufsichtsrechtlichen Routinen und Maßnahmen. Die Analyse und Bewältigung eines komplexen und singulären Marktgeschehens erfordert daher stets eine anspruchsvolle, stets auch politische Bewertung der Sachlage. Der ESMA steht folglich hinsichtlich der Beurteilung des Vorliegens einer grenzüberschreitenden Bedrohung der Finanzmarktstabilität ein erheblicher politischer Entscheidungs- und Prognose- Spielraum zu, der – anders als der

zustimmend Callies in: Callies und Ruffert 2011, Art. 13 EUV, Rdn. 56–57; Hatje in: Schwarze und Becker 2012, Art. 13 EUV, Rdn. 41; Wittinger 2008.

¹¹⁰³ Vgl. Ohler, der die in Meroni niedergelegten Grundsätze als „ungeschriebenes Verfassungsrecht“ bezeichnet. Ohler, JZ 2014, S. 249.

¹¹⁰⁴ Der Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts besagt, dass Organe der Union nur im Rahmen der ihnen durch die in den europäischen Verträge (EUV & AEUV) enthaltenen Kompetenzzuweisungen handeln dürfen

¹¹⁰⁵ Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 53, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁰⁶ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 45-53; NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁰⁷ Finanzmarktregulierungen und das Handeln der Aufsichtsbehörden bauen immer auf vergangenen Erfahrungen auf. Finanzmarktkrisen wiederholen aber nicht einfach die Muster vorangegangener Krisen, sondern weisen stets neuartige Spezifika auf. In Entstehung und Verlauf unterscheiden sich jede Finanzmarktkrise von vorhergehenden Krisen, was ihre aufsichtsrechtliche Bewältigung erschwert. Vgl. Dieter, S. 16 ff.

EuGH in der vorliegenden Entscheidung annimmt - deutlich über eng umgrenzte „Tatsachenbeurteilungen technischer Art“ hinausgeht¹¹⁰⁸.

Auch die zweite in Art. 28 Abs. 2 b) Verordnungen (EU) 236/2012 genannte Eingriffsvoraussetzung – ein Unvermögen der primär zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden, der Gefährdungslage „*in angemessener Weise*“ zu begegnen – erfordert eine politische Bewertung der durch die nationalen Aufsichtsbehörden getroffenen oder unterlassenen Maßnahmen. Auch für derartige Bewertungen existieren keine allgemein anerkannten aufsichtsrechtlichen Prozeduren oder Vorgaben. Die Antwort auf die Frage, wie auf krisenhafte Situationen zu reagieren ist kann – je nach aufsichtspolitischen Standpunkt – ausgesprochen unterschiedlich ausfallen. So untersagten während der zurückliegenden Finanzmarktkrise die US- amerikanische Finanzmarktaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) und die deutsche BaFin nur die Durchführung ungedeckter Leerverkäufe. Dagegen erstreckte die britische Financial Services Authority (FSA)¹¹⁰⁹ ihr mit dem Short Selling (No 2) Instrument 2008 ausgesprochenes Leerverkaufsverbot auf jedwede – und damit auch auf gedeckte – Aktienleerverkäufe in britischen Finanz- und Versicherungswerten¹¹¹⁰. Schließlich ist die Frage, ob kurzfristig erlassene Leerverkaufsverbote überhaupt einen Beitrag zur Marktstabilisierung leisten können, durchaus umstritten¹¹¹¹. Die Frage, wie „*in angemessener Weise*“ auf Marktstörungen zu reagieren ist, beinhaltet folglich einen ausgesprochen weiten, politischen Ermessensspielraum, der die Grenzen einer eng umgrenzter „Tatsachenbeurteilung technischer Art“ deutlich übersteigt.

Die vom EuGH als ermessensbegrenzend beurteilte¹¹¹² verpflichtende Berücksichtigung der Auswirkungen etwaig ergriffener Maßnahme auf die Finanzmärkte durch die ESMA¹¹¹³ mag ermessensleitend wirken, eine Ermessensgrenze setzt die Vorschrift aber schon deshalb nicht,

¹¹⁰⁸ So auch van Gestel 20144, S. 194–195; Vgl. auch Ruffert, der die im Finanzmarktaufsichtsrecht von den Aufsichtsbehörden vorzunehmende Risikowahrnehmung und Risikoverteilung als „hochpolitische Einschätzungsfragen“ charakterisiert und zu Recht auf in diesem Zusammenhang auf die für Agenturen bestehenden erheblichen Legitimationsprobleme hinweist. Ruffert in: Schumann 2015, S. 95 (110).

¹¹⁰⁹ Die FSA war die Vorgängerorganisation der heutigen Wertpapieraufsicht *Financial Conduct Authority* (FCA).

¹¹¹⁰ Vgl. vorstehend Ziffer II.C.2.b)

¹¹¹¹ So sagte der ehemalige Chef der US-Finanzmarktaufsicht SEC, Christopher Cox, die SEC würde den im Herbst 2008 verhängten temporären Leerverkaufsverboten vergleichbare Verbote wohl nicht erneut verhängen (*"While the actual effects of this temporary action will not be fully understood for many more months, if not years, knowing what we know now, I believe on balance the commission would not do it again"* (...). *The costs appear to outweigh the benefits.*). Reuters, Meldung vom 31.12.2008, abrufbar unter:

<http://www.reuters.com/article/us-sec-cox-idUSTRE4BU3GG20081231> (Stand: 20.07.2016).

¹¹¹² Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 47-48, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹¹³ Vgl. Art. 28 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012.

weil derartige Folgenabschätzung ihrerseits höchst subjektive Prognose-Entscheidungen sind. Zudem bemüht sich ohnehin jede Aufsichtsbehörde – häufig genug vergeblich¹¹¹⁴ – darum, die Folgen ihres Handelns abzuschätzen. Bei den in Art. 28 Abs. 3 Verordnung (EU) 236/2012 genannten Berücksichtigungspflichten handelt es sich folglich um eine Kodifizierung aufsichtsrechtlicher Selbstverständlichkeiten, die das weite Ermessen der ESMA nicht einzuschränken vermögen.

Die in Art. 28 Abs. 4-5 Verordnung (EU) 236/2012 statuierten Konsultations- und Informationspflichten gegenüber dem ESRB sowie den nationalen Aufsichtsbehörden wirken sich – anders als durch den EuGH angenommen¹¹¹⁵ – schon deshalb nicht ermessensbegrenzend aus, weil die zu konsultierenden bzw. zu unterrichtenden Stellen ihrerseits vertragsfremde Einrichtungen sind. Ermessensgrenzen sind aber von den die eigentliche Regulierungskompetenz innehabenden Autoritäten – vorliegend wäre dies in erster Linie der Rat und das Europäische Parlament – nicht aber von vertragsfremden Einrichtungen (ESRB und nationale Aufsichtsbehörden) zu setzen. Im Übrigen sind ergebnisoffene Konsultationspflichten nicht geeignet, bestehende Ermessensspielräume einzuengen¹¹¹⁶.

Schließlich leisten auch die in Art. 24 Abs. 2 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 niedergelegten Beurteilungskriterien keine nennenswerte Eingrenzung des der ESMA im Rahmen ihrer Eingriffskompetenz zur Verfügung stehenden Ermessens: Die durch Art. 24 Abs. 3 Delegierte Verordnung (EU) 918/2012 vorgenommenen Definition einer Bedrohung der Integrität oder Stabilität der Finanzmärkte erfordern letztendlich ebenso eine wertende Auslegung, wie die Beurteilung der in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 genannten Eingriffsvoraussetzungen. So ist die Frage, ob in einer bestimmten Situation „*eine schwere finanzielle, monetäre oder budgetäre Instabilität eines Mitgliedstaat oder des Finanzsystems eines Mitgliedstaats*“ droht, eine politische, wertende Prognose-Entscheidung die – mangels allgemein anerkannter Maßstäbe je nach aufsichtsrechtlicher oder politischer Prägung des Entscheiders – unterschiedlich beantwortet werden kann. Auch die Frage, ob die von der ESMA zu beurteilende Situation „*die ordnungsgemäße Funktionsweise und Integrität der*

¹¹¹⁴ So bedauerte der ehemalige Vorsitzende der US-Börsenaufsicht Christopher Cox in einem der Nachrichtenagentur Reuters gegebenen Interview die Verhängung temporärer Leerverkaufsverbote während der Finanzmarktkrise 2008 durch die SEC: „*While the actual effects of this temporary action will not be fully understood for many more months, if not years, knowing what we know now, I believe on balance the commission would not do it again,*“ Younglai 31.12.2008.

¹¹¹⁵ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 50, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹¹⁶ In diesem Sinne auch: van Gestel 2014, S. 94–95.

Finanzmärkte oder die Stabilität des gesamten oder eines Teils des Finanzsystems in der Union ernsthaft bedrohen kann“ ist letztlich politischer Natur¹¹¹⁷.

Dass die Unzulässigkeit der durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommenen Übertragung politischer Ermessensbefugnisse auf die ESMA dem europäischen Gesetzgeber durchaus bewusst gewesen sein muss, belegt der Umstand, dass die Errichtungsverordnungen sowohl der ESMA¹¹¹⁸ als auch der EBA¹¹¹⁹ die Feststellung einer die europäischen Aufsichtsbehörden zu Notmaßnahmen berechtigenden Krisensituation dem Rat und der Kommission überantworten, nicht aber den Aufsichtsbehörden selbst¹¹²⁰. Auch ein Verbot von Leerverkäufen in öffentlichen Schuldtiteln kann die ESMA gemäß Art. 39 Verordnung (EU) 236/2012 nur verhängen, wenn der Rat und die Kommission zuvor das Vorliegen einer Krisensituation festgestellt haben. Warum die Entscheidung über das Vorliegen einer Krisensituationen grundsätzlich eine dem Rat und der Kommission obliegende (Ermessens)Entscheidung, hinsichtlich Aktienleerverkäufen aber eine der ESMA zustehende eng umgrenzte „Tatsachenbeurteilung technischer Art“ sein soll, ist nicht nachvollziehbar¹¹²¹.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 der ESMA einen außerordentlich weiten, politischen Beurteilungs- und Ermessensspielraum hinsichtlich der Frage einräumt, unter welchen Umständen sie Leerverkäufe untersagt, einschränkt oder weiteren Transparenzerfordernissen unterwirft. Dies ist nicht mit dem durch die Meroni-Rechtsprechung ausgestalteten, EU-verfassungsrechtlichen Grundsatz des institutionellen Gleichgewichts vereinbar. Die Analyse des EuGH, wonach es sich bei den durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 der ESMA übertragenden Entscheidungsbefugnisse nur um eng umgrenzte „Tatsachenbeurteilungen technischer Art“, nicht aber um politische Ermessensentscheidungen im Sinne der Meroni-Rechtsprechung handele, ist ersichtlich von den politisch motivierten Bemühen getragen, die aufsichtsrechtlichen Kompetenzen der

¹¹¹⁷ Vgl. Art. 24 Abs. 3 a) Delegierte Verordnung (EU) 918/2012.

¹¹¹⁸ Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority, **ESMA**).

¹¹¹⁹ Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority, **EBA**).

¹¹²⁰ Vgl. Art. 18 Abs. 2 Verordnung (EU) 1095/2010 (ESMA-Gründungsverordnung) sowie Art. 18 Abs. 2 Verordnung (EU) 1093/2010 (EBA- Gründungsverordnung).

¹¹²¹ Kritisch auch *Ohler*, JZ 2014, S. 249-250; Eine deutliche Aufweichung der Meroni- Kriterien und die unklare Positionierung des EuGH zu der Frage einer Ermessensausübung durch die ESMA bei der Anwendung des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 kritisiert auch *Skowron*: Skowron 2014.

ESA¹¹²² nicht in Frage zu stellen. Rechtsdogmatisch vermag diese Beurteilung aber nicht zu überzeugen.

(2) Zweiter Urteilsgrund: Erlass quasi-legislatorischer Maßnahmen durch die ESMA – Verstoß gegen die Romano-Doktrin?

Das Vereinigte Königreich rügte ferner, dass Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 die ESMA zum Erlass „quasilegislativer Rechtsakte“ mit allgemeiner Geltung berechtigte. Ein Verbot oder eine Beschränkung von Leerverkäufen richte sich im Allgemeinen an sämtliche Marktteilnehmer, die derartige Transaktionen tätigten. Ein Verbot oder eine Beschränkung von Leerverkäufen sei daher eine „normative Maßnahme mit allgemeiner Geltung“. Die Delegation der Befugnis zum Erlass quasi-legislatorischer Rechtsakte von einem Organ der Union auf eine vertragsfremde Einrichtung sei aber mit der in der Rechtssache *Romano*¹¹²³ ergangenen Rechtsprechung des EuGH nicht vereinbar.

Der EuGH stellte zunächst fest, aus der Rechtssache *Romano* folge der Grundsatz, dass eine Verwaltungskommission vom Rat nicht ermächtigt werden könne, „*Rechtsakte mit normativem Charakter*“ zu erlassen. Im vorliegenden Fall folge aus Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 zwar, dass die ESMA „*in eng umgrenzten Fällen Rechtsakte mit allgemeiner Geltung*“ erlassen dürfe, „*die für jede natürliche oder juristische Person gelten, die (...) bestimmte finanzielle Transaktionen*“ tätigen. Dies bedeute aber nicht, dass Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 gegen das in der Rechtssache *Romano* statuierte Delegationsverbot verstieße, da der AEUV – insbesondere die Art. 263 Abs. 1 AEUV und Art. 277 AEUV – den Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union ausdrücklich gestatte, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen¹¹²⁴. Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 berechtige die ESMA nur zum Erlass „genau umgrenzter Durchführungsbefugnisse“ nicht aber zu normativen Rechtsetzungsakten. Eine Verletzung des in der *Romano*-Entscheidung

¹¹²² Die ESA (European Supervisory Authorities) bilden gemeinsam das Europäische Finanzaufsichtssystem (European System of Financial Supervision, **ESFS**). Das ESFS setzt sich zusammen aus der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority, **EBA**) aus der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority, **EIOPA**), der Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (englisch European Securities and Markets Authority, **ESMA**) sowie aus dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, **ESRB**). Hinzu kommen der Gemeinsame Ausschuss der europäischen Aufsichtsbehörden sowie die zuständigen Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten. Vgl. Art. 2 Abs. 2 Verordnung (EU) 1095/2010.

¹¹²³ EuGH, Urteil vom 14.05.1981 - 98/80, Slg. 1981, 1241.

¹¹²⁴ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 64-65, NJW 2014, 1359 ff.

herausgearbeiteten Rechtsprinzips sei durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 daher nicht gegeben.

(a) Zweiter Urteilsgrund: kritische Würdigung

Das gesamte Handeln der Union unterliegt dem in Art. 10 Abs. 1-2 EUV verankerten Grundsatz der repräsentativen Demokratie. Die Beteiligung des Europäischen Parlaments und des Rates an der Ausübung der Unionsgewalt ist ein zentrales Merkmal des der EU zugrundeliegenden Demokratiemodells¹¹²⁵. Die unionale Entscheidungsfindung wird folglich grundsätzlich durch eine Rückführbarkeit der getroffenen Entscheidungen auf gewählte und politisch verantwortliche Repräsentanten legitimiert¹¹²⁶. Aus dem vorstehend skizzierten zentralen unionsrechtlichen Grundsatz der repräsentativen Demokratie hat der EuGH in seiner *Romano*-Rechtsprechung die Folgerung abgeleitet, dass vertragsfremden und damit demokratisch nicht legitimierten Einrichtungen¹¹²⁷ der Erlass von Rechtsakten normativen Charakters verwehrt sei¹¹²⁸.

Zwar räumt der EuGH ein, dass Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012, die ESMA ermächtige „in eng umgrenzten Fällen Rechtsakte mit allgemeiner Geltung“ zu erlassen¹¹²⁹. Einen Widerspruch dieser Ermächtigung zur vorstehend skizzierten *Romano*-Rechtsprechung will der EuGH aber nicht erkennen: Schließlich seien seit der *Romano*- Entscheidung die Rechtsschutzmöglichkeiten im AEUV ausgebaut worden und ermöglichten nun auch Rechtsschutz gegen Entscheidungen von Unionsagenturen. Der durch den AEU-Vertrag geschaffene institutionelle Rahmen erlaube es den Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union daher *ausdrücklich*, Rechtsakte mit allgemeiner Geltung zu erlassen¹¹³⁰. Der EuGH begründet im Ergebnis die seiner Auffassung nach gegebene Vereinbarkeit einer Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen auf Gemeinschaftsagenturen ganz überwiegend mit dem

¹¹²⁵ Haag in: Groeben et al. 2015, S. Art. 10, Rdn. 5-7.

¹¹²⁶ Huber in: Streinz et al. 2012, Art. 10 EUV, Rdn. 21.

¹¹²⁷ Vertragsfremde Einrichtungen sind solche Einrichtungen, die nicht ausdrücklich in Art. 13 EUV als Organe der Union (Europäisches Parlament, Europäischer Rat, Rat, Europäische Kommission, Gerichtshof der Europäischen Union, Europäische Zentralbank, Rechnungshof) benannt werden. Diese mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestatteten und auch als „Europäische Agenturen“ bzw. „Agenturen“ bezeichneten Einrichtungen haben keine explizite Grundlage in den europäischen Verträgen. Sie werden von der EU gleichwohl seit Jahrzehnten geschaffen und mit spezifischen fachlichen, wissenschaftlichen oder administrativen Aufgaben betraut. Beispiele sind etwa die Europäische Umweltagentur (EUA), die Europäische Arzneimittel-Agentur (EMA).

¹¹²⁸ Vgl. EuGH, Urteil vom 14.05.1981 - 98/80, Rd. 20, Slg. 1981, 1241.

¹¹²⁹ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 64, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹³⁰ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 65, NJW 2014, 1359 ff.

Hinweis auf die inzwischen auch Agenturenentscheidungen umfassenden Rechtsschutzmöglichkeiten, der Art. 263 Abs. 1 AEUV und Art. 277 AEUV. Das durch den EuGH ergänzend angeführte Argument, bei den der ESMA übertragenen Entscheidungskompetenzen handele es sich nur um „genau umgrenzte Durchführungsbefugnisse“¹¹³¹ ist letztlich nur eine Variation der bereits im ersten Urteilsgrund getroffenen (unzutreffenden) Annahme, Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 berechtige die ESMA nur zu „Tatsachenbeurteilung technischer Art“.

Von der durch den EuGH angenommenen *ausdrücklichen* Ermächtigung vertragsfremder Einrichtungen zum Erlass normativer, allgemeingültiger Rechtsakte durch die europäischen Verträge kann tatsächlich nicht die Rede sein. Eine derartige Ermächtigung findet sich weder im EUV, noch im AEUV.

Aus der Ausweitung der Rechtsschutzmöglichkeiten durch die Art. 263 Abs. 1 AEUV und Art. 277 auf Entscheidungen von Handlungen der Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union lässt sich kaum eine *implizite* Übertragbarkeit von Gesetzgebungsbefugnissen auf Unionsagenturen ableiten: Schließlich erfolgte die Ausdehnung des unionalen Rechtsschutzes auf Unionsagenturen in Reaktion auf die faktische – rechtsdogmatisch durchaus fragwürdige – Schaffung von mit Hoheitsbefugnissen ausgestatteter vertragsfremder Einrichtungen (Agenturen) durch die EU¹¹³². Eine pragmatische Anpassung der unionalen Rechtsschutzmöglichkeiten an eine faktisch gegebene aber rechtsdogmatisch zweifelhafte Sachlage eignet sich aber schwerlich dazu, im Demokratieprinzip wurzelnde rechtsdogmatische Bedenken gegen die Übertragung weitreichender Rechtssetzungs- oder Entscheidungskompetenzen auf nicht legitimierte vertragsfremde Einrichtungen zu entkräften¹¹³³. Der Umstand, dass der AEUV gegen Entscheidungen außervertraglicher Einrichtungen Rechtsschutz gewährt, kann auch in Hinblick auf den in Art. 5 Abs. 1 S.1 EUV niedergelegten Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung nicht davon entbinden, für derartige Entscheidungskompetenzen eine entsprechende primärrechtliche Grundlage

¹¹³¹ Vgl. hierzu die im vorstehenden Kapitel getätigten Ausführungen hinsichtlich des der ESMA im Rahmen des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 zukommenden weiten Ermessensspielraums.

¹¹³² Groeben et al. 2015, Art. 263, Rdn. 14. Kritisch zu den bisher für die Gründung von EU-Agenturen zur Verfügung stehenden Rechtsgrundlagen auch: Wittinger 2008; Ausführlich zu der lange offenen Frage, auf welchen Rechtsgrundlagen EU-Agenturen gegründet werden können und dem vergeblichen Bemühen der Europäischen Kommission, im Verfassungsvertrag eine eigenständige Rechtsgrundlage für Agenturgründungen zu verankern: Vetter 2005, S. 721–722.

¹¹³³ Ausführlich zur zweifelhaften Vereinbarkeit von mit Entscheidungsbefugnissen ausgestatteten Agenturen mit dem Gemeinschaftsrecht: Wittinger 2008.

nachzuweisen. Dies gilt umso mehr, als den Art. 263 Abs. 1 und Art. 277 AEUV nicht zu entnehmen ist, welche Art Kompetenzen vertragsfremden Einrichtungen übertragen werden dürfen. Die Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen auf die Kommission ist durch die Art. 290 und 291 AEUV auf nicht wesentliche, ergänzende Rechtsakte¹¹³⁴, sowie auf Durchführungsbefugnisse¹¹³⁵ begrenzt. Derartige Einschränkungen kennt das europäische Primärrecht hinsichtlich der Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen auf vertragsfremde Einrichtungen aber nicht. Folgte man der Rechtsprechung des EuGH, so führte dies zu dem wenig überzeugenden Ergebnis, dass eine Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen auf ein Organ der Union (die Kommission) an strengere Voraussetzungen geknüpft wäre, als eine Delegation von Rechtssetzungsbefugnissen auf eine vertragsfremde Einrichtung/ Agentur¹¹³⁶. Der Umstand, dass die Art. 263 Abs. 1 sowie Art. 277 AEUV seit Inkrafttreten des Lissabon-Vertrags¹¹³⁷ Rechtsschutz gegen Rechtsandlungen von vertragsfremden Einrichtungen gewährleisten, kann daher eine – tatsächlich nicht existente – primärrechtliche Ermächtigungsgrundlage nicht ersetzen¹¹³⁸.

(3) Dritter Urteilsgrund: Unvereinbarkeit der Übertragung von Eingriffsbefugnissen mit den Art. 290 AEUV und 291 AEUV?

Das Vereinigte Königreich bemängelte mit seiner Klage auch die Übertragung der in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Ermächtigung der ESMA zum Erlass temporärer Leerverkaufsbeschränkungen als nicht mit den Art. 290, 291 AEUV vereinbar. Bei einem auf Art. 28 Abs. 1 der Verordnung (EU) 236/2012 gestützten Verbot von Leerverkäufen handele es sich um eine Maßnahme mit allgemeiner Geltung, mit der eine vertragsfremde Einrichtung wie die ESMA unter Berücksichtigung der in den Art. 290 und 291 AEUV zum Ausdruck kommenden Wertungen nicht betraut werden dürfe.

Der EuGH stellte zunächst fest, dass Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 eine Übertragung von Befugnissen auf eine Unionsagentur und nicht – anders als die Art. 290 und 291 AEUV – auf die Kommission vorsähe. Aus den Art. 290 und 291 AEUV ließe sich aber nicht ableiten, dass eine Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen nur auf die Kommission erfolgen

¹¹³⁴ Vgl. Art. 290 Abs. 1 AEUV.

¹¹³⁵ Vgl. Art. 291 Abs. 2 AEUV.

¹¹³⁶ In diesem Sinne auch zweifelnd Ohler, JZ 2014, S. 249-250.

¹¹³⁷ Vertrag von Lissabon zur Änderung des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, unterzeichnet in Lissabon am 13. Dezember 2007, 2007/C 306/01. Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=OJ:C:2007:306:TOC> (Stand: 10.06.2016).

¹¹³⁸ So auch Ohler, JZ 2014, S. 249-250.

dürfe und dass Kompetenzübertragungen auf andere Einrichtungen der Union ausgeschlossen seien. Zwar enthielten die europäischen Verträge keine Vorschriften, die eine Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen auf Einrichtungen oder sonstige Stelle der Union ausdrücklich vorsähen. Gleichwohl gingen aber mehrere Vorschriften des AEUV-Vertrags – namentlich die Art. 263 AEUV, Art. 265 AEUV, 267 AEUV und 277 AEUV¹¹³⁹ – vom Bestehen einer solchen Möglichkeit aus¹¹⁴⁰.

Nach Auffassung des EuGH räumt Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 der ESMA bestimmte Entscheidungsbefugnisse ein, die ein spezifisches technisches Fachwissen erforderten. Diese Delegation von Befugnissen sei nicht mit den in den Art. 290 AEUV und 291 AEUV genannten Fällen vergleichbar¹¹⁴¹. Der rechtliche Rahmen, der durch Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 an die ESMA delegierten Befugnisse werde insbesondere durch die Verordnung (EU) 1092/2010¹¹⁴², die ESMA-Verordnung¹¹⁴³ und die Verordnung (EU) 236/2012 abgesteckt. Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 dürfe daher nicht isoliert betrachtet werden. Vielmehr sei er im Zusammenhang mit den vorstehend genannten anderen Regulierungsinstrumenten und im Licht des Bestrebens des Unionsgesetzgebers, in Kooperation mit den nationalen Aufsichtsbehörden marktdestabilisierenden Tendenzen entgegenzutreten, zu sehen¹¹⁴⁴. Folglich sei Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 nicht dahingehend auszulegen, „dass er die in den Art. 290 AEUV und 291 AEUV vorgesehene Regelung für die Übertragung von Befugnissen in Frage stellt“¹¹⁴⁵.

(a) Dritter Urteilsgrund: kritische Würdigung

Die Art. 290, 291 Abs. 2 AEUV sehen in eng umgrenzten Fällen die Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen vom europäischen Gesetzgeber auf die Exekutive vor – allerdings ausschließlich auf die Kommission, nicht aber auf außervertragliche Einrichtungen

¹¹³⁹ Die genannten Vorschriften des AEUV unterwerfen Entscheidungen und Handlungen von „Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union“ der Rechtsprechung des EuGH. Unter den Begriff der „Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union“ fallen auch die Unionsagenturen. Vgl. Gundel in: Schulze et al. 2015, § 3, Rdn. 38.

¹¹⁴⁰ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn.79-80, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁴¹ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn.82-83, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁴² Verordnung (EU) 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken.

¹¹⁴³ Verordnung (EU) 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission.

¹¹⁴⁴ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn.84-85, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁴⁵ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn.86, NJW 2014, 1359 ff.

wie die ESMA¹¹⁴⁶. Der EuGH sieht zwar die Problematik einer fehlenden ausdrücklichen primärrechtlichen Grundlage hinsichtlich der Übertragung von Zuständigkeiten auf eine Einrichtung oder sonstige Stelle der Union¹¹⁴⁷. Er wischt diesen Aspekt aber mit dem Hinweis auf die seit dem Lissaboner Vertrag auf Entscheidungen von Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union ausgeweiteten Rechtsschutzmöglichkeiten beiseite¹¹⁴⁸. Insofern wiederholt der EuGH hier eine Variante der bereits im dritten Urteilsgrund entwickelten Argumentation. Die primär auf die seit Lissabon verbesserten Rechtsschutzmöglichkeiten gestützte Argumentation des EuGH überzeugt nicht: Unmittelbar gegenüber den Mitgliedsstaaten oder den Bürgern wirksame, verbindliche Rechtsakte von Organen der Union bedürfen einer primärrechtlichen Rechtsgrundlage. Die Art. 290, 291 AEUV entfalten eine Sperrwirkung gegenüber anderen, die Voraussetzungen dieser Kompetenzübertragungsvorschriften unterlaufenden Übertragungen von Normsetzungsrechten auf die Kommission¹¹⁴⁹. Die in den Art. 290 Abs. 2, 291 Abs. 3 AEUV verankerten Aufhebungs-, Widerspruchs- und Kontrollkompetenzen des Europäischen Parlaments, des Rates und der Mitgliedsstaaten gewährleisten eine gewisse demokratietheoretisch und vertragssystematisch gebotene Kontrolle und Beschränkung exekutiver Normsetzungskompetenzen. Wenn bereits die Übertragung von Rechtssetzungskompetenzen auf ein Organ der Union (die Kommission) mit den Art. 290, 291 Abs. 2 AEUV einer ausdrücklichen primärrechtlichen Grundlagen bedarf, so kann eine Übertragung legislativer Befugnisse auf eine vertragsfremde Einrichtungen wie die ESMA nicht ohne eine derartige Rechtsgrundlage auskommen. Ohne eine primärrechtliche Rechtsgrundlage auf vertragsfremde Einrichtungen übertragene Rechtssetzungskompetenz würden nicht in den Art. 290 Abs. 2, 291 Abs. 3 AEUV verankerten Aufhebungs-, Widerspruchs- und Kontrollkompetenzen des Europäischen Parlaments, des Rates und der Mitgliedsstaaten unterfallen. Dies führte zu der nicht haltbaren Situation, dass eine durch eine vertragsfremde Einrichtung vorgenommene Rechtssetzung letztlich geringeren Anforderungen und Kontrollmöglichkeiten unterworfen wäre, als diejenige eines Unionsorgans. Vertragsfremde Einrichtungen, wie bspw. Unionsagenturen, dürfen daher aus vertragssystematischen aber auch aus demokratietheoretischen Gründen¹¹⁵⁰

¹¹⁴⁶ Adressat der Delegation nach Art. 290 AEUV ist allein die Kommission. Eine Delegation von Befugnissen auf andere Organe ist ausgeschlossen. Vgl. Schmidt in: Groeben et al. 2015, Art. 290, Rdn. 19.

¹¹⁴⁷ Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 77-79, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁴⁸ Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 80 ff, NJW 2014, 1359 ff (unter Verweise auf die Art. 263, 265, 267, 277 AEUV).

¹¹⁴⁹ Möstl 2011, S. 1079; Schlacke 2013, S. 306.

¹¹⁵⁰ Vgl. insofern Art 10 Abs. 1 EUV, der die Arbeitsweise der Europäischen Union dem Prinzip der repräsentativen Demokratie unterwirft.

keine mit substantiellen Entscheidungsspielräumen verbundenen abstrakt-generellen Rechtssetzungsbefugnisse übertragen werden¹¹⁵¹.

Die gemäß Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 auf die ESMA übertragenen Kompetenzen erlauben es dieser, die Durchführung von Leerverkäufen an europäischen Handelsplätzen generell und für alle Marktteilnehmer verbindlich (temporär) zu untersagen. Ein solches Verbot stellt sich folglich – dies bestreitet auch der EuGH in seiner Entscheidung nicht – als eine Maßnahme mit allgemeiner Geltung dar¹¹⁵². Die in diesem Zusammenhang vom EuGH getätigten, eher utilitaristisch anmutenden Ausführungen, wonach die Übertragung der Notfallkompetenz des Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 auf die ESMA zur Abwehr von die Finanzmarktstabilität bedrohenden Gefahren erforderlich sei und folglich nicht „nicht isoliert betrachtet“ werden dürfe¹¹⁵³, vermögen an der Unzulässigkeit weitreichender Kompetenzübertragungen auf vertragsfremde Einrichtungen nichts zu ändern, da vertragssystematisch gezogene Grenzen nicht mittels bloßer Zweckmäßigkeitserwägungen beseitigt werden können.

(4) Vierter Urteilsgrund: Übertragung von Einzelfallkompetenzen auf eine Einrichtung der Union - Verstoß gegen Art. 114 AEUV?

Für den Fall, dass Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 – anders als vom Vereinigten Königreich angenommen¹¹⁵⁴ – nicht als eine Vorschrift zu interpretieren sein sollte, die der ESMA den Erlass allgemeinverbindlicher quasi-legislatorischer Rechtsakte erlaube, wurde auch eine eventuell aus Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 zugunsten der ESMA folgende Einzelfallentscheidungskompetenz gerügt. Die Übertragung einer solchen Kompetenz, die der ESMA den Erlass von Einzelfallbeschlüssen mit unmittelbarer Wirkung gegenüber natürlichen oder juristischen Personen erlaubt, sei nicht mit der Rechtsgrundlage der Verordnung (EU) 236/2012 (Art. 114 AEUV) zu vereinbaren. Derartige Einzelfallbeschlüsse seien nämlich keine Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten im Sinne der durch Art. 114 AEUV angestrebten

¹¹⁵¹ Möstl 2011, S. 1082–1083; Stelkens 2012, S. 396–398; Koch 2004, S. 145; Görisch 2009, S. 387; Saurer 2010, S. 55. Auch die Europäische Kommission vertrat noch im Jahr 2008 in einem internen Arbeitspapier die Auffassung, dass EU-Agenturen keine Befugnisse zum Erlass allgemeiner Regulierungsmaßnahmen eingeräumt werden können: Europäische Kommission 2008, S. 5; „*Den autonomen Befugnissen von Regulierungsagenturen sind nach der geltenden Rechtsordnung der Gemeinschaft klare und deutliche Grenzen gesetzt. Den Agenturen dürfen keine Befugnisse zum Erlass allgemeiner Regulierungsmaßnahmen übertragen werden.*“.

¹¹⁵² Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 69ff, 77ff, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁵³ Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 84-85, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁵⁴ Vgl. diesbezüglich die unter Ziffer IV.A.a)(3) getätigten Ausführungen.

Binnenmarktharmonisierung. Art. 114 AEUV ermächtige daher den Unionsgesetzgeber weder zum Erlass von Einzelfallbeschlüssen, noch dazu, der Kommission oder einer Einrichtung der Union die Befugnis zum Erlass derartiger Beschlüsse zu übertragen.

Der Generalanwalt am EuGH schloss sich in diesem Punkt der Sichtweise des Vereinigten Königreichs weitgehend an¹¹⁵⁵. Zwar kann nach Auffassung des Generalanwaltes Art. 114 AEUV durchaus Rechtsgrundlage einer Ermächtigung von EU-Agenturen zum Erlass rechtsverbindlicher Entscheidungen sein¹¹⁵⁶. Allerdings trügen die Eingriffsbefugnisse der ESMA nach Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 nicht zu einer Harmonisierung des Binnenmarkts bei, sondern gingen über diese hinaus. Geeignete Rechtsgrundlage wäre im vorliegenden Fall – der im Rat Einstimmigkeit erfordernde – Art. 352 AEUV gewesen¹¹⁵⁷. Daher sei Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 nichtig zu erklären¹¹⁵⁸.

Der EuGH stellte zunächst klar, dass Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 die ESMA „unter eng umgrenzten Umständen“ sowohl zur Verabschiedung von Rechtsakten mit allgemeiner Geltung, als auch zum Erlass von Einzelfallentscheidungen berechtige¹¹⁵⁹. Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 sei dann von Art. 114 AEUV gedeckt, wenn die Vorschrift Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten umfasse und zudem die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts fördere¹¹⁶⁰. Art. 114 AEUV räume dem Unionsgesetzgeber mit dem Begriff „Maßnahmen zur Angleichung“ einen mit zunehmender technischer Komplexität der zu regulierenden Materie sich weitenden Ermessensspielraum hinsichtlich der zur Erreichung des angestrebten Ergebnisses am besten geeigneten Angleichungstechnik ein¹¹⁶¹. Auch könne der europäische Gesetzgeber aufgrund seiner Sachwürdigung zur Verwirklichung des Harmonisierungsprozesses auf Grundlage des Art. 114 AEUV Unionseinrichtungen schaffen¹¹⁶². Demzufolge könne der Unionsgesetzgeber auch im Rahmen des ihm durch Art. 114 AEUV eingeräumten Ermessens Kompetenzen auf

¹¹⁵⁵ Jääkinen 2013; Vgl. ferner: Gerichtsof der Europäischen Union Luxemburg.

¹¹⁵⁶ Jääkinen 2013, Rn. 36.

¹¹⁵⁷ Jääkinen 2013, Rn. 54.

¹¹⁵⁸ Jääkinen 2013, Rn. 53, 59.

¹¹⁵⁹ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 98, NJW 2014, 1359 ff; Vgl. diesbezüglich auch Verordnung 236/2012, Erwägungsgrund 34: „Insbesondere sollte die ESMA befugt sein, einzelne Beschlüsse zu erlassen, mit denen die zuständigen Behörden verpflichtet werden, Maßnahmen zu ergreifen, oder einzelne Beschlüsse, die an Finanzmarktbeteiligte im Sinne von Artikel 18 der Verordnung (EU) 1095/2010 gerichtet sind.“

¹¹⁶⁰ Diese beiden Voraussetzungen (Rechtsangleichung und Errichtung des Binnenmarktes) müssen nach Auffassung des EuGH kumulativ vorliegen. Vgl. EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 100, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁶¹ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 102-103, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁶² EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 104, NJW 2014, 1359 ff.

Einrichtungen oder sonstige Stellen der EU übertragen, die der Verwirklichung der angestrebten Harmonisierung dienen. Dies – das ergebe eine frühere Entscheidung des Gerichtshofs¹¹⁶³ – umfasse auch den Erlass von Einzelfallentscheidungen, wenn nur allgemeine Vorschriften nicht ausreichten, um die Einheit des Marktes zu gewährleisten. Die auf Grundlage des Art. 114 AEUV erlassenen Maßnahmen müssten sich – auch dies folge aus einer früheren Entscheidung¹¹⁶⁴ – zudem nicht zwingend nur an die Mitgliedsstaaten richten¹¹⁶⁵.

Der Unionsgesetzgeber habe in den Erwägungsgründen der Verordnung (EU) 236/2012 ausreichend deutlich gemacht, dass die Vorschriften der Verordnung – und insbesondere auch Art. 28 – der Schaffung und Stärkung des europäischen Binnenmarktes dienen¹¹⁶⁶. Daher erfülle Art. 28 der Verordnung (EU) 236/2012 die beiden in Art. 114 AEUV genannten Voraussetzungen (Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten und Förderung des Binnenmarkts) so dass die Binnenmarktangleichungskompetenz eine geeignete Rechtsgrundlage für den Erlass von Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 sei¹¹⁶⁷.

Im Ergebnis verneinte der EuGH damit alle vom Vereinigten Königreich vorgebrachten – und teilweise durch den Generalanwalt am EuGH gestützten – rechtlichen Bedenken und erklärte Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 für Primärrechtskonform.

(a) Vierter Urteilsgrund: kritische Würdigung

Auch wenn – wie der EuGH zutreffend anmerkt – der Wortlaut des Art. 114 AEUV dem Gesetzgeber hinsichtlich der zu der Umsetzung einer Binnenmarktharmonisierung gewählten Maßnahmen einen gewissen Ermessensspielraum zubilligt, so zieht eben dieser Wortlaut den Harmonisierungsbestrebungen des europäischen Gesetzgebers auch eine klare Grenze: Möglich ist nur eine Angleichung der *Rechts- und Verwaltungsvorschriften*, nicht aber die Angleichung (oder Substituierung) von *Verwaltungsakten*. Die Norm ermöglicht folglich nur eine Harmonisierung normativer Vorschriften, nicht aber die Harmonisierung des verwaltungsmäßigen Gesetzesvollzugs, der – mit Ausnahme der in Art. 290 und 291 Abs. 2-4 und 292 AEUV genannten Fälle – gemäß Art. 291 Abs. 1 AEUV grundsätzlich den

¹¹⁶³ EuGH, Urteil vom 09.08.1994 - C-359/92, Rdn. 37, Slg. 1994, I-3681.

¹¹⁶⁴ EuGH, Urteil vom 02.05.2006 - C-217/04, Rdn. 44, Slg. 2006, I-3771.

¹¹⁶⁵ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 106- 107, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁶⁶ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 108-114 NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁶⁷ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 116-117 NJW 2014, 1359 ff.

Mitgliedsstaaten obliegt; Über die Angleichung von *Rechts- und Verwaltungsvorschriften* hinausgehende Angleichungsbemühungen würden gegen den für alle Unionsorgane verbindlichen Grundsatz der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 5 Abs. 1 S. 1 EUV) verstoßen¹¹⁶⁸. Dementsprechend erkennt auch der EuGH ausdrücklich an, dass Art. 114 AEUV keine allgemeine Kompetenz zur Angleichung des Binnenmarktes beinhaltet¹¹⁶⁹.

Der EuGH begründet sein Ansinnen, Art. 114 AEUV gleichwohl und entgegen dem Wortlaut der Vorschrift für eine Übertragung von Vollzugskompetenzen auf Organe der Union – und darüber hinaus sogar auf vertragsfremde Einrichtungen wie die ESMA – fruchtbar zu machen, maßgeblich mit zwei früheren Entscheidungen des Gerichtshofs:

Erstens habe der Gerichtshof bereits in der Rechtsache C-359/92 (Bundesrepublik Deutschland/Rat)¹¹⁷⁰ darauf hingewiesen, dass auf bestimmten Gebieten die Angleichung nur der allgemeinen Vorschriften möglicherweise nicht ausreiche um die Einheit des Marktes zu gewährleisten, so dass „Maßnahmen zur Angleichung“ auch den Erlass von Maßnahmen hinsichtlich eines bestimmten Produkts oder einer bestimmten Produktkategorie und gegebenenfalls auch Einzelmaßnahmen hinsichtlich dieser Produkte umfassen könnten¹¹⁷¹.

Zweitens habe der Gerichtshof bereits in der Rechtssache C-217/04 (Vereinigtes Königreich / Parlament und Rat)¹¹⁷² entschieden, dass der Wortlaut des Art. 114 AEUV nicht den Schluss erlaubt, dass die vom Unionsgesetzgeber auf der Grundlage dieser Vorschrift erlassenen Maßnahmen nur an die Mitgliedstaaten gerichtet sein dürften¹¹⁷³.

Hinsichtlich der auf die Rechtssache C-359/92 (Bundesrepublik Deutschland/Rat) rekurrierenden Ausführungen des EuGH ist anzumerken, dass auch die in der Rechtssache C-359/92 vom EuGH der Kommission zugesprochene Kompetenzen, Maßnahmen hinsichtlich

¹¹⁶⁸ Gärditz 2010, S. 273; Wahl und Groß 1998, S. 10–12; Herrfeld in: Schwarze und Becker 2012, Art. 114, Rdn. 10; Sydow in: Hatje et al. 2013–, §§ 12, Rdn. 34–39; Vgl. auch die Ausführungen von Vetter zu Art. 95 EGV (heute Art. 114 AEUV): Vetter 2005, S. 728–729. Vgl. ferner Frenz, der nur *abstrakt-generelle* Anordnungen als von der Angleichungskompetenz des Art. 114 AEUV erfasst betrachtet (Der Verwaltungsvollzug erfordert aber regelmäßig den Erlass *konkret-individueller* Anordnungen): Frenz 2011, Rn. 3350; Auch nach Fischer sind nur Regeln *abstrakt-genereller Art* von der Angleichungskompetenz des Art. 114 AEUV erfasst: Lenz und Borchardt 2013, Art. 114 AEUV, Rdn. 8; Ausführlich zur Kompetenzwidrigkeit einer der europäischen Versicherungsaufsicht EIOPA durch die EIOPA-VO eingeräumten, strukturell vergleichbaren Verwaltungsvollzugskompetenz Looschelders/Michael in: Ruffert 2013–, §§ 11, Rdn. 33–50.

¹¹⁶⁹ EuGH, Urteil vom 05.10.2000, Az: C-376/98, Rdn. 81, Slg. 2000, I-8419.

¹¹⁷⁰ Vgl. EuGH, Urteil vom 09.08.1994, Az: C-359/92, Slg. 1994, I-3681.

¹¹⁷¹ Vgl. EuGH, Urteil vom 09.08.1994, Az: C-359/92, Rdn. 37, Slg. 1994, I-3681.

¹¹⁷² EuGH, Urteil vom 02.05.2006, Az: C-217/04, Slg. 2006, I-3771.

¹¹⁷³ EuGH, Urteil vom 02.05.2006, Az: C-217/04, Rdn. 44, Slg. 2006, I-3771.

bestimmter Produktkategorien und sogar Einzelmaßnahmen hinsichtlich bestimmter Produkte zu erlassen, auf die eingangs skizzierten Bedenken stoßen: Art. 114 AEUV gewährt EU-Organen nur die Berechtigung, *abstrakt-generelle* normative Anordnungen zu treffen. Auf konkrete Produkte bezogene Maßnahmen werden aber regelmäßig *konkret-individueller* Natur und damit nicht durch Art. 114. AEUV gedeckt sein. Schwerer wiegt aber Folgendes: In der Rechtssache C-359/92 (Bundesrepublik Deutschland/Rat) ging es um die Rechtmäßigkeit einer Weisungsbefugnis *eines Unionsorgans* (Kommission) gegenüber einem *Mitgliedsstaat*. Dies ist qualitativ etwas völlig anderes, als die in Art. 28. Verordnung (EU) 236/2012 statuierte Weisungskompetenz einer *unionalen vertragsfremden Einrichtung* (ESMA), gegenüber einem privatrechtlichen *Marktteilnehmer*. Während die Rechtsnatur einer von einem Organ der Union (Kommission) an eine Behörde eines Mitgliedsstaats gerichteten Anweisung ggf. nicht als Verwaltungsakt bewertet werden muss, kann die Verwaltungsaktqualität einer durch einem unionalen Hoheitsträger einem nichtstaatlichen Akteur erteilten Anweisung nicht in Frage stehen¹¹⁷⁴. Der Erlass von Verwaltungsakten ist aber – wie eingangs dargelegt – grundsätzlich nicht von Art. 114 AEUV gedeckt und den Mitgliedsstaaten vorbehalten.

Hinsichtlich der auf die Rechtssache C-217/04 (Vereinigtes Königreich / Parlament und Rat) rekurrierenden Ausführungen des EuGH ist Folgendes anzumerken: Die entscheidende Passage der genannten Entscheidung lautet vollständig folgendermaßen:

„Hinzuzufügen ist, dass der Wortlaut des Artikels 95 EG nicht den Schluss erlaubt, dass die vom Gemeinschaftsgesetzgeber auf der Grundlage dieser Vorschrift erlassenen Maßnahmen nur an die Mitgliedstaaten gerichtet sein dürfen. Der Gemeinschaftsgesetzgeber kann nämlich aufgrund seiner Sachwürdigung die Schaffung einer Gemeinschaftseinrichtung für notwendig erachten, deren Aufgabe es ist, in Situationen, in denen der Erlass von nicht zwingenden Begleit- und Rahmenmaßnahmen zur Erleichterung der einheitlichen Durchführung und Anwendung von auf Artikel 95 EG gestützten Rechtsakten geeignet erscheint, zur Verwirklichung des Harmonisierungsprozesses beizutragen“¹¹⁷⁵.

¹¹⁷⁴ Vgl. § 35 VvVfG: Verwaltungsakt ist jede Verfügung, Entscheidung oder andere hoheitliche Maßnahme, die eine Behörde zur Regelung eines Einzelfalls auf dem Gebiet des öffentlichen Rechts trifft und die auf unmittelbare Rechtswirkung nach außen gerichtet ist.

¹¹⁷⁵ EuGH, Urteil vom 02.05.2006, Az: 217/04, Rdn. 44, Slg. 2006, I-3771.

In der durch den EuGH zitierten Passage der Rechtssache C-217/04 (Vereinigtes Königreich / Parlament und Rat) stellte der EuGH folglich lediglich fest, dass Gemeinschaftsagenturen auf Grundlage des Art. 95 EG (heute Art. 114 AEUV) errichtet werden dürfen. Hinsichtlich der im vorliegenden Fall entscheidungserheblichen Frage, ob Gemeinschaftsagenturen auf Grundlage des Art. 114 AEUV gegenüber Dritten konkret-individuelle Anordnungen erlassen dürfen, sagt die zitierte Passage der Rechtssache C-217/04 (Vereinigtes Königreich / Parlament und Rat) aber nichts aus.

Die im Hinblick auf Art. 114 AEUV durch den EuGH getätigten weiteren Ausführungen erschöpfen sich im Wesentlichen auf eine Wiedergabe der durch den Verordnungsgeber der Verordnung (EU) 236/2012 vorangestellten Erwägungsgründe, wonach die in der Verordnung getroffenen Regelungen zur Abwehr ernsthafter Bedrohungen für die ordnungsgemäße Funktionsweise und die Integrität der Finanzmärkte oder der Stabilität des Finanzsystems der Union erforderlich seien¹¹⁷⁶. Zwar betont der EuGH in diesem Zusammenhang und auch in früheren Entscheidungen, dass Art. 114 AEUV nur dann als Rechtsgrundlage herangezogen werden könne, „wenn aus dem Rechtsakt objektiv und tatsächlich hervorgeht, dass er den Zweck hat, die Voraussetzungen für die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zu verbessern“¹¹⁷⁷. Allerdings wird die Eignung eines Rechtsaktes zur Erreichung der angestrebten Binnenmarktharmonisierung aufgrund des dem Unionsgesetzgebers in diesem Zusammenhang zur Verfügung stehenden weiten Einschätzungsspielraums praktisch immer anzunehmen sein, so dass diese Eignungsprüfung regelmäßig kaum ein sinnvolles Prüfkriterium sein kann.

Der EuGH geht – obgleich er einräumt, Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 berechtere auch zum Erlass konkret-individueller Entscheidungen – davon aus, dass die Vorschrift der Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten diene:

„Art. 28 der Verordnung Nr. 236/2012 sieht tatsächlich eine Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten für die Überwachung einer Reihe von Wertpapieren und, in bestimmten Fällen, die Kontrolle bestimmter Handelsgeschäfte mit

¹¹⁷⁶ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 108-111 & 114-115, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁷⁷ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 108-111 & 114-115, NJW 2014, 1359 ff; EuGH, Urteil vom 02.05.2006, Az: C-217/04, Rdn. 42, Slg. 2006, I-3771.

diesen Wertpapieren vor, nämlich das Halten von Netto-Leerverkaufspositionen in einem Finanzinstrument oder einer bestimmten Art von Finanzinstrumenten“¹¹⁷⁸

Die vorstehend zitierten Ausführungen des EuGH gehen aus folgendem Grund fehl: Das „Halten von Netto-Leerverkaufspositionen in einem Finanzinstrument oder einer bestimmten Art von Finanzinstrumenten“ wird – anders als der EuGH offenbar annimmt – seit Inkrafttreten der Verordnung (EU) 236/2012 nicht mehr durch Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten, sondern ausschließlich durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 reguliert. Ein Sachgebiet, dass aber bereits einer Vollharmonisierung durch EU-Recht unterzogen wurde, kann überhaupt keine divergierenden mitgliedstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften mehr aufweisen, da es durch die Vollharmonisierung bereits vereinheitlicht wurde¹¹⁷⁹. Folglich kann Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 auch nicht der Angleichung von – im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Leerverkäufen gar nicht mehr existierenden – Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten dienen. Tatsächlich dient Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 ausschließlich der Substituierung nationalstaatlicher Verwaltungsentscheidungen durch die ESMA. Die Übertragung derartiger Verwaltungsentscheidungen von der nationalstaatlichen auf die europäische Ebene – noch dazu auf eine vertragsfremde Einrichtung – ist aber, wie eingangs dargelegt, nicht durch Art. 114 AEUV gedeckt.

5. Zwischenergebnis: Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Kompetenzzuweisungen der Europäischen Verträge

Hinsichtlich der Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Kompetenzzuweisungen der Europäischen Verträge bestehen – mit Ausnahme der zugunsten der ESMA in Art. 28 Verordnung (EU) 235/2012 vorgesehenen Eingriffsbefugnis – keine Bedenken. Der EuGH hat auch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 als mit den europäischen Verträgen vereinbar erklärt, so dass auch diese Frage – ungeachtet ihrer unbefriedigenden Lösung durch den EuGH – für den Rechtsanwender geklärt sein dürfte. Dies gilt jedenfalls solange, wie Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 nicht durch die nationalen Verfassungsgerichte von Mitgliedsstaaten der Europäischen Union aufgrund

¹¹⁷⁸ EuGH, Urteil vom 22.01.2014, Az: C-270/12, Rdn. 112, NJW 2014, 1359 ff.

¹¹⁷⁹ Zur Sperrwirkung europäischer Verordnungen hinsichtlich abweichender nationalstaatlicher Regulierungen vgl. Schulze et al. 2015, §§ 7, Rdn. 43–44.

entgegenstehender, nationaler verfassungsrechtlicher Prinzipien für unanwendbar erklärt wird¹¹⁸⁰.

B. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den europäischen Grundfreiheiten

Die vier europäischen Grundfreiheiten des freien Warenverkehrs (Art. 28 - 37 AEUV), der Personenfreizügigkeit (Art. 21 AEUV), der Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 AEUV) sowie der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit (Art. 64 AEUV) bilden die Grundfesten des Europäischen Binnenmarktes¹¹⁸¹ und sind für dessen Verwirklichung unabdingbare Voraussetzungen¹¹⁸². Der in der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit zum Ausdruck kommende Freizügigkeitsgedanke dient der Schaffung eines europäischen Finanzraums. Investoren und Emittenten sollen an jedem Finanzplatz der Europäischen Union Wertpapiere handeln und platzieren und ihre Dienstleistungen und Finanzprodukte anbieten können. Auf diese Weise soll eine optimale, den Zielen der Union entsprechende Kapitalallokation ermöglicht werden¹¹⁸³. Das in Art. 12 der Verordnung (EU) 236/2012 enthaltene Verbot ungedeckter Leerverkäufe und die durch die EU-Leerverkaufsverordnung verursachte generelle Erschwerung von Short-Transaktionen – bspw. durch die Einführung umfangreicher Transparenz- und Meldepflichten¹¹⁸⁴ – könnten gegen die europäischen Dienstleistungs- und Kapitalverkehrsfreiheiten verstoßen damit europarechtswidrig sein.

¹¹⁸⁰ In Deutschland könnte diesbezüglich die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts vom „ausbrechenden Rechtsakt“ Anwendung finden. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Maastricht-Urteil seine Rechtsprechung zum „ausbrechenden Rechtsakt“ wie folgt entwickelt: „Würden etwa europäische Einrichtungen oder Organe den Unions-Vertrag in einer Weise handhaben oder fortbilden, die von dem Vertrag, wie er dem deutschen Zustimmungsgesetz zugrunde liegt, nicht mehr gedeckt wäre, so wären die daraus hervorgehenden Rechtsakte im deutschen Hoheitsbereich nicht verbindlich. Die deutschen Staatsorgane wären aus verfassungsrechtlichen Gründen gehindert, diese Rechtsakte in Deutschland anzuwenden. Dementsprechend prüft das Bundesverfassungsgericht, ob Rechtsakte der europäischen Einrichtungen und Organe sich in den Grenzen der ihnen eingeräumten Hoheitsrechte halten oder aus ihnen ausbrechen“. (BVerfGE 89, 155 (Maastricht), Rdn. 106). Vorliegend ist nach Auffassung des Bearbeiters namentlich die der ESMA in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 eingeräumte Kompetenz, mittels Verwaltungsakten die Entscheidungen nationaler Aufsichtsbehörden substituierende Einzelfallentscheidungen zu treffen, nicht von der die Verordnung (EU) 236/2012 tragenden Rechtsgrundlage (Art. 114 AEUV) gedeckt, da derartige Verwaltungskompetenzen gemäß Art. 291 Abs. 1 AEUV den Mitgliedsstaaten der EU obliegen. Die durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommene Übertragung von bei den Mitgliedsstaaten angesiedelten Verwaltungskompetenzen auf eine Einrichtung der EU könnte als eine Rechtsfortbildung, die von dem Vertrag, wie er dem deutschen Zustimmungsgesetz zum AEUV zugrunde liegt, nicht mehr gedeckt ist und damit als „ausbrechender Rechtsakt“ zu werten sein.

¹¹⁸¹ Gemäß Art. 26 Abs.2 AEUV umfasst der Binnenmarkt der Europäischen Union „einen Raum ohne Binnengrenzen, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital gemäß den Bestimmungen der Verträge gewährleistet ist.

¹¹⁸² Frenz 2012, Rn. 22.

¹¹⁸³ Wojcik in: Groeben et al. 2015, Art. 63 AEUV, Rdn. 79; Bischof/Jung in: Schulze et al. 2015, § 20, Rdn. 21.

¹¹⁸⁴ Vgl. Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012.

1. Kapitalververkehrsfreiheit (Art. 63 AEUV)

Die durch Art. 63 AEUV geschützte Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit untersagt die Beschränkung des Kapital- und Zahlungsverkehrs zwischen den Mitgliedsstaaten der EU. Aber auch Beschränkungen der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit zwischen einem EU Mitgliedsstaat und Drittstaaten sind unzulässig¹¹⁸⁵. Grund dieser Ausweitung der europäischen Kapitalverkehrsfreiheit auf Drittstaaten ist die Absicht des europäischen Gesetzgebers, das internationale Vertrauen in den europäischen Kapitalmarkt zu stärken¹¹⁸⁶. Nach h.M. gewährt Art. 63 AEUV völlig losgelöst von der Staatsangehörigkeit oder der Gebietsansässigkeit einer natürlichen oder juristischen Person Schutz („erga omnes“ – Prinzip¹¹⁸⁷). Damit kann sich grundsätzlich jeder Finanzmarktteilnehmer, der grenzüberschreitende Finanztransaktionen mit Bezug zu einem Mitgliedsstaat der EU durchführt, auf die Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit des Art. 63 AEUV berufen, ohne dass hierzu eine Ansässigkeit in der EU erforderlich wäre¹¹⁸⁸.

a) Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs der Kapitalverkehrsfreiheit

Der Begriff des Kapitalverkehrs im Sinne des Art. 63 AEUV ist nicht in den Europäischen Verträgen definiert. Bei der Bestimmung des Begriffs „Kapitalverkehr“ kann aber auf die Kapitalverkehrsrichtlinie 88/361/EWG und die ihr im Anhang I beigefügte Nomenklatur zurückgegriffen werden¹¹⁸⁹. Danach umfasst der Kapitalverkehr, neben zahlreichen anderen Erscheinungsformen, auch Geschäfte mit Wertpapieren¹¹⁹⁰. Inzwischen hat sich eine weite Definition des Begriffs des Kapitalverkehrs durchgesetzt, der jedenfalls jede (einseitige¹¹⁹¹)

¹¹⁸⁵ Zum Erfordernis eines grenzüberschreitenden Bezuges vgl. Bröhmer in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 63 AEUV, Rdn. 43.

¹¹⁸⁶ Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn. 210 ; Frenz 2012, Rn. 3606.

¹¹⁸⁷ Bischof/Jung in: Schulze et al. 2015, § 20, Rdn. 34.

¹¹⁸⁸ Bröhmer in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art 63, Rdn- 5-6; Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn 212; Frenz 2012, Rn. 3620–3623.

¹¹⁸⁹ Europäischer Rat 24.07.1988; Zur Eignung der Richtlinie 88/361/EWG zum Zweck der Bestimmung des Begriffs der Kapitalverkehrsfreiheit vergleiche: Sedlaczek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art.63, Rdn.18; Frenz 2012, Rn. 3563, 3584.

¹¹⁹⁰ Für eine ausführliche Aufzählung von durch Art. 63 AEUV erfasster Transaktionen (Direktinvestitionen, Immobilieninvestitionen, Geschäfte in Wertpapieren, Investmentanteile, Geldmarktpapiere, Futures, Spareinlagen, Kontokorrent- und Termingeschäfte mit Finanzinstituten, Handelskredite, Darlehen, Finanzkredite, Bürgschaften, Pfandrechte, Versicherungsprämien- und Leistungen, persönlicher Kapitalverkehr, Ein- und Ausfuhr von Vermögenswerten, sonstiger Kapitalverkehr) siehe: Sedlaczek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art.63, Rdn19.

¹¹⁹¹ Das Kriterium der Einseitigkeit wird in der Literatur vielfach angewandt. Um den Begriff des Kapitalverkehrs vom Begriff des Zahlungsverkehrs abzugrenzen und verdeutlichen, dass der Kapitaltransfer im Gegensatz zum Zahlungsverkehr nicht zur Erfüllung einer rechtsgeschäftlich begründeten Schuld, sondern ohne Anknüpfung an ein durch eine andere Grundfreiheit (insbes. des freien Warenverkehrs) geschütztes Verhalten erfolgt. Die Brauchbarkeit dieses Kriteriums ist allerdings umstritten. Vergleiche: Frenz 2012, Rn. 3589–3591.

Transaktion umfasst, bei der es um einen Transfer von Geld- und Sachmitteln zu Anlage-Investitions- oder Finanzierungszwecken geht, die zu Geldforderungen- oder Verpflichtungen führen¹¹⁹². Nach gängiger Definition ist – vereinfacht ausgedrückt – ein Leerverkauf ein Verkauf von Kassapapieren (bspw. Aktien), die der Verkäufer zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht besitzt¹¹⁹³. Den Kassaverkauf führt der Leerverkäufer mit der Intention durch, die verkauften Wertpapiere später günstiger zu erwerben, um auf diese Weise die Differenz zwischen dem (höheren) Verkaufspreis und dem (niedrigeren) Eindeckungspreis als Gewinn zu verbuchen. Damit unterscheidet sich der im Rahmen eines Aktienleerverkaufs am Kassamarkt durchzuführende Verkaufsvorgang technisch nicht von dem regulären Verkauf einer Aktie. Ein Verbot oder eine Beschränkung von Aktienleerverkäufen betrifft damit eine spezielle Modalität von Aktienverkäufen und damit Geschäfte in Wertpapieren. Die Durchführung von Aktienleerverkäufen ist damit von dem sachlichen Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 63 AEUV erfasst. Da Aktienleerverkäufe auch grenzüberschreitend durchgeführt werden können, ist im vorliegenden Fall der sachliche Anwendungsbereich des Art. 63 AEUV eröffnet.

Verpflichtete der Kapitalverkehrsfreiheit gem. Art. 63 AUV sind nicht nur die Mitgliedsstaaten der EU, sondern – wenngleich der Wortlaut des Art. 63 AEUV diese nicht explizit nennt – auch die Organe der EU¹¹⁹⁴. Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 sind damit an der unionsrechtlichen Kapitalverkehrsfreiheit zu messen.

b) Eingriff in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit

Eingriffe in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit können in Form von offenen oder versteckten Diskriminierungen oder aber auch mittels unterschiedsloser Beschränkungen erfolgen. Während das Diskriminierungsverbot die Marktgleichheit aller

¹¹⁹² Sedlacek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art.63 AEUV, Rdn.20; Frenz 2012, Rn. 3584–3593; Bischof/Jung in: Schulze et al. 2015, § 20, Rdn. 29; vgl. ferner Pache, der unter Verweis auf RL 88/361/EWG Kapitalverkehr definiert als „Übertragung oder Begründung eines Wertes in Form von Geld- oder Sachkapital, die regelmäßig zugleich eine Vermögensanlage darstellt“. Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn. 204.

¹¹⁹³ Kempf et al. 2010a, S. 307.

¹¹⁹⁴ Wojcik in: Groeben et al. 2015, S. Art. 63 AEUV, Rdn. 11-12; Frenz 2012, Rn. 333 ff und 3628; Missverständnis insoweit Pache, der ausführt, Art. 63 ff AEUV könnten grds. „nur die Mitgliedstaaten selbst“ binden. Er meint damit aber offenbar nur, dass aus Art. 63 AEUV keine Drittwirkung zwischen Privaten entfalten kann. Vgl. Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn 213.

innergemeinschaftlichen Wirtschaftsteilnehmer sichern soll, wird durch das Verbot unterschiedsloser Beschränkungen ein freiheitsrechtlicher Ansatz verfolgt¹¹⁹⁵.

(1) Diskriminierung von Marktteilnehmern durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?

Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 treffen alle Finanzmarktteilnehmer gleichermaßen, gleich an welchem Handelsplatz der Union sie sich betätigen. Eine offene oder versteckte Diskriminierung von Marktteilnehmern erfolgt durch die Leerverkaufsverordnung nicht. Im Gegenteil: Ziel der Verordnung ist die Schaffung eines unionsweit einheitlichen Regelungsrahmens für Leerverkäufe und Credit Default Swaps und damit die Beseitigung divergierender Vorschriften auf einzelstaatlicher Ebene¹¹⁹⁶. Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 verstoßen folglich nicht gegen das kapitalverkehrsrechtliche Diskriminierungsverbot des Art. 63 AEUV.

(2) Unterschiedslos wirkende Behinderung des freien Kapitalverkehrs durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?

Allerdings können auch unterschiedslos anwendbare Regelungen – also solche Vorschriften, die sich auf nationale und transnationale Sachverhalte gleichermaßen auswirken – die Ausübung der EU- Grundfreiheiten erschweren oder verhindern und dadurch die Funktion des Binnenmarktes stören¹¹⁹⁷. Die durch den EuGH im Rahmen der Warenverkehrsfreiheit entwickelte, auch auf die Kapitalverkehrsfreiheit anwendbare *Dassonville*-Formel¹¹⁹⁸ statuiert, dass nicht nur Ungleichbehandlungen, sondern auch sonstige hoheitliche Maßnahmen die Grundfreiheiten verletzen können, die geeignet sind, den innergemeinschaftlichen Handel unmittelbar oder mittelbar, tatsächlich oder potenziell zu beeinträchtigen¹¹⁹⁹. In Anlehnung an die vorstehend skizzierte *Dassonville*-Formel hat der EuGH in ständiger Rechtsprechung Maßnahmen, die geeignet sind, Gebietsfremde von Investitionen in einem Mitgliedsstaat oder die dort Ansässigen von Investitionen in anderen

¹¹⁹⁵ Sedlaczek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art. 65 AEUV, Rdn. 2.

¹¹⁹⁶ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung 1-2.

¹¹⁹⁷ Sedlaczek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art. 65, AEUV; Rdn. 19.

¹¹⁹⁸ Ausführlich zur Anwendbarkeit der *Dassonville*-Formel auf die Kapitalverkehrsfreiheit vgl. Frenz 2012, Rn. 3707 ff; Wojcik: Groeben et al. 2015, Art. 63 AEUV, Rdn. 15.

¹¹⁹⁹ EuGH, Urteil vom 11. 7. 1974 – 8/74, European Court Reports 1974 -00837, Rdn. 2; Zur Anwendbarkeit der *Dassonville*-Formel auf die anderen Grundfreiheiten und insbesondere auf die Kapitalverkehrsfreiheit vgl. Sedlaczek/Zügler in: Streinz et al. 2012, Art. 65 AEUV, Rdn. 19 ff.

Staaten abzuhalten, als Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit definiert¹²⁰⁰. Auch Maßnahmen die geeignet sind, den grenzüberschreitenden Erwerb von Unternehmensbeteiligungen zu verhindern oder zu erschweren oder die Anleger aus anderen Mitgliedsstaaten davon abhalten, grenzüberschreitend in das Kapital von Unternehmen zu investieren, beschränken nach Auffassung des EuGH die Kapitalverkehrsfreiheit¹²⁰¹. Die Literatur geht in Anlehnung an die *Dassonville*-Formel mehrheitlich davon aus, dass unter einer Beschränkung des Kapitalverkehrs jede „unmittelbare oder mittelbare, aktuelle oder potentielle Behinderung, Begrenzung oder Untersagung für den Zufluss, Abfluss oder Durchfluss von Kapital zu verstehen sei“¹²⁰².

Durch die Vorschriften der Leerverkaufsordnung wird Investoren die Eingehung von Short-Positionen in Aktien erschwert und – hinsichtlich ungedeckter Leerverkäufe – sogar weitgehend verunmöglicht. Zudem werden Netto-Leerverkaufspositionen umfangreichen Transparenzpflichten unterworfen, die bei Marktteilnehmern Compliance-Kosten auslösen¹²⁰³. Aktienleerverkäufe werden von unterschiedlichen Marktteilnehmern wie etwa Pensionsfonds, Versicherungen, Investmentbanken und Market Makern für eine Vielzahl von Zwecken – wie bspw. spekulative Gewinnerzielung, Absicherung von Long-Positionen, Arbitrage, Market-Making – eingesetzt¹²⁰⁴. Die Erschwerung gedeckter und das Verbot ungedeckter Leerverkäufe kann namentlich spekulative Short-Investments, aber auch die Absicherung herkömmlicher Long-Investments verteuern oder gar verunmöglichen und Marktteilnehmer veranlassen, von derartigen Geschäften Abstand zu nehmen. Angesichts der starken Vernetzung europäischer Handelsplätze sind die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 damit geeignet, den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zu behindern¹²⁰⁵. Nach

¹²⁰⁰ Ausführlich zu dem vom EuGH bezüglich der Kapitalverkehrsfreiheit entwickelten weiten Beschränkungsbegriff Frenzen, Frenz 2012, Rn. 3709.

¹²⁰¹ vgl. EuGH, Urteil vom 8. 7. 2010 – C-171/08, Slg. Rdn. 50; EuGH, Urteil vom 4.6. 2002, Rdn. 45 -46; EuGH, Urteil vom 04.06.2002 - C-483/99, Slg. 2002, I-4781, Rdr. 40; EUGH, Urteil vom 13.5. 2003 Rdn. 61 – 62; EuGH, Urteil vom 2.6. 2005, C-98/01, Slg. 2003, I-4641, Rdn.. 47 – 49; EuGH, Urteil vom 02.06.2005 - C-174/04, Slg. 2005, I-4933, Rdn.. 30 – 31; Bröhmer in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 63 AEUV, Rdn. 43.

¹²⁰² Böhmer in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 63 AEUV, Rdn. 59 m.W.N.; Wojcik in: Groeben et al. 2015, Art. 63 AEUV, Rdn. 14; Glaesner in: Schwarze und Becker 2012, Art. 63 AEUV, Rdn. 16; Schürmann in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 63 AEUV, Rdn. 22.

¹²⁰³ Die EU-Kommission hat sich vor Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 im Jahr 2010 mit der Frage der durch die Verordnung bei den Marktteilnehmern anfallenden Compliance-Kosten befasst. Sie schätzte die EU-weit erforderlich werdenden Erstinvestitionen für die Einrichtung der erforderlichen Transparenz-Strukturen auf einen Betrag von 137 Millionen Euro. Die jährlichen Ausgaben der Marktteilnehmer (EU-weit) für den Betrieb der Transparenz- Systeme veranschlagte die EU-Kommission auf 13,7 Millionen Euro. Vgl. European Commission 2010, S. 69 ff.

¹²⁰⁴ Europäische Kommission 19.10.2011, S. 1.

¹²⁰⁵ So könne bspw. Investoren davon abgehalten werden, Unternehmensbeteiligungen zu erwerben, wenn sie derartige Erwerbe nicht mittels Leerverkäufen absichern können oder wenn derartige Absicherungsgeschäfte

dem vorstehend skizzierten, außerordentlich weiten Eingriffsverständnis des EuGH könnten die leerverkaufsbeschränkenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 – namentlich das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und die Transparenzvorschriften der Leerverkaufsverordnung – damit ggf. als Eingriff in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 63 AEUV zu werten sein.

Allerdings hat der EuGH mit der *Keck*-Entscheidung¹²⁰⁶ den weiten Eingriffsbegriff der *Dassonville*-Formel einschränkend modifiziert. Die *Keck*-Formel nimmt – entsprechend ihrer ursprünglichen Verortung in der Rechtsprechung zur Warenverkehrsfreiheit¹²⁰⁷ – „Verkaufsmodalitäten“ die den Marktzugang nicht behindern, von dem Eingriffsbegriff der *Dassonville*-Formel aus. Die herrschende Lehrmeinung folgert daraus, dass auch im Zusammenhang mit anderen Grundfreiheiten Regelungen zur Marktausübung – sofern diese unterschiedslos auf alle Marktteilnehmer angewendet werden – jedenfalls solange keinen Eingriff in die betreffende Grundfreiheit darstellen, wie sie nicht in Marktzutritts- oder -austrittshindernisse umschlagen¹²⁰⁸.

Die Verordnung (EU) 236/2012 enthält im Wesentlichen zwei Vorschriften, die möglicherweise als Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit von Aktienleerverkäufer zu qualifizieren sein können. Dies sind zum ersten die in den Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Melde- und Offenlegungspflichten von Netto-Leerverkaufspositionen. Und zum Zweiten die in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe.

Die meisten Leerverkäufer bewegen sich weit unterhalb der in den Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 statuierten Meldeschwellen, so dass nur wenige Marktteilnehmer von den Transparenzpflichten der Leerverkaufsverordnung betroffen sind¹²⁰⁹. Die in den Art. 5 und 6

veröffentlichungspflichtig sind. Auch Übernahme-Arbitragen, bei denen die Aktien des übernehmenden Unternehmens leerverkauft und die Aktien des Übernahmeziels gekauft werden, werden durch die Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 erschwert. Näher zur Übernahme-Arbitrage: Ostler 2010, S. 75–76.

¹²⁰⁶ EuGH, Urt. v. 24.11.1993, Rs. C-267/91 u. C-268/91, Slg. 1993, S. I-6097 ff.

¹²⁰⁷ Auch die *Keck*-Formel entwickelte der EuGH im Rahmen seiner Rechtsprechung zur Warenverkehrsfreiheit. Sie ist gleichwohl auch auf die Kapitalverkehrsfreiheit anwendbar. Vgl. Sedlaczek/Zügler in: Streinz et al. 2012, Art. 65 AEUV, Rdn. 19.

¹²⁰⁸ Ruffert 2009, 100–101; Sedlaczek/Zügler in: Streinz et al. 2012, Art. 65 AEUV, Rdn. 19; Wojcik in: Groeben et al. 2015, Art. 63, Rdn. 16.

¹²⁰⁹ So zeigten im Jahr 2014 der BaFin nur 247 Mitteilungspflichtige insgesamt 8.568 Netto-Leerverkaufspositionen in 199 verschiedenen Aktientiteln an. Im Jahr 2013 wurden der BaFin insgesamt 6.702 Netto-Leerverkaufspositionen in 166 verschiedenen Aktientiteln angezeigt. Veröffentlichungspflichtig aufgrund

Verordnung (EU) 236/2012 enthaltenen Transparenzpflichten schränken nicht die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen an sich ein, sondern sie verpflichten Leerverkäufer lediglich, ihre Netto-Leerverkaufspositionen bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte der Marktaufsicht zu melden bzw. dem Markt gegenüber offenzulegen. Ferner treffen die Transparenzpflichten der Leerverkaufsverordnung auch alle Marktteilnehmer, deren Netto-Leerverkaufspositionen die in der Verordnung festgelegten Schwellenwerte überschreiten, gleichermaßen, so dass einzelne Marktteilnehmer durch die Transparenzvorschriften nicht diskriminiert werden. Die Transparenzvorschriften der Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 sind damit als Marktausübungsregelungen zu werten, die weder Marktzutritts- noch Marktaustrittshindernisse darstellen. Sie sind damit nicht als Eingriff in die Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 63 AEUV zu werten.

Anders verhält es sich mit der in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehenen Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe. Durch diese Vorschrift wird eine bestimmte Geschäftsart – der ungedeckte Leerverkauf – weitgehend untersagt. Es handelt sich hier nicht lediglich um eine Vorschrift, die die Modalitäten einer Marktausübung regelt, sondern um ein generelles Verbot einer Geschäftspraktik. Die in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 statuierte Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe ist somit nicht als reine Marktausübungsregelung im Sinne der *Keck*-Rechtsprechung zu werten. Sie verwehrt Aktienleerverkäufern – abgesehen von den in Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 genannten Market-Making- und Primärmarktstätigkeiten – jedwede Durchführung ungedeckter Leerverkäufe in Aktien, deren Haupthandelsplatz in der EU gelegen ist¹²¹⁰.

Allerdings kann nach richtiger Auffassung nicht jede Erschwerung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs ausreichen, um einen Eingriff in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit anzunehmen, da in Zeiten moderner, stark vernetzter Finanzmärkte praktisch jede regulatorische Maßnahme unmittelbare oder mittelbare, aktuelle oder potentielle Behinderungen für den Zufluss, Abfluss oder Durchfluss von Kapital bewirkt¹²¹¹.

der Schwellenberührung von 0,5 % des ausgegebenen Aktienkapitals waren im Jahr 2014 lediglich 1.507 Netto-Leerverkaufspositionen und im vorhergehenden Jahr 2.778 Netto-Leerverkaufspositionen. Die vorstehenden Zahlen beziehen sich nur auf deutsche Handelsplätze. Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014a, S. 225.

¹²¹⁰ Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe gilt gemäß Art. 16 Abs. 1 Verordnung (EU) 236/2012 nicht für Aktien eines Unternehmens, die zwar zum Handel an einem Handelsplatz in der Union zugelassen sind, deren Haupthandelsplatz sich aber in einem Drittland befindet.

¹²¹¹ So wären bei einem allzu weit gefassten Eingriffsverständnis bspw. die Privatisierung staatlicher Unternehmen oder Umgestaltungen des Steuersystems als rechtfertigungsbedürftige Eingriffe in den

Ein derartig weites Eingriffsverständnis würde jede regulatorische Maßnahme von EU-Mitgliedsstaaten oder EU-Organen der Jurisdiktion des EuGH unterwerfen, was einerseits unter Berücksichtigung des Subsidiaritätsgrundsatzes sowie des Prinzips der begrenzten Einzelermächtigung (Art. 5 Abs. 2 EUV), andererseits aber auch unter Berücksichtigung des Gebotes der Schaffung einheitlicher Standards zur Vollendung des gemeinsamen Binnenmarkts, nicht richtig sein kann. Dementsprechend wird zu Recht vertreten, dass eine beschränkende Maßnahme zumindest ein Merkmal der versteckten Diskriminierung aufweisen muss, um als Schutzbereichseingriff zu gelten. Maßnahmen, die unterschiedslos in- und ausländische Marktteilnehmer treffen – dies ist bei den in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 statuierten, unionsweit einheitlich geltenden Einschränkungen ungedeckter Aktienleerverkäufe der Fall – greifen demnach nicht in den Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit ein¹²¹².

Zu beachten ist auch, dass die Kapitalverkehrsfreiheit – wenngleich sie neben den EU-Mitgliedsstaaten auch die Organe der EU bindet – doch zuvörderst die Mitgliedsstaaten mit dem Ziel adressiert, grenzüberschreitende Diskriminierungen abzubauen. Eine durch die EU vorgenommene Totalharmonisierung eines Rechtsgebietes – wie durch die Verordnung (EU) 236/2012 geschehen – schafft in allen Mitgliedsstaaten gleiche Standards und lässt dementsprechend keinen Raum für Ungleichbehandlungen von Marktteilnehmern oder Beschränkungen des Zuganges zu dem Markt *eines* Mitgliedsstaates. Eine von EU-Organen erlassene, auf die EU-weite Schaffung einheitlicher Standards gerichtete Harmonisierungsmaßnahme wie die Verordnung (EU) 236/2012 kann daher nicht als Schutzbereichseingriff gewertet werden¹²¹³.

2. Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 AEUV)

In den Mitgliedsstaaten der EU ansässige Investmentgesellschaften, Banken und Online-Broker bieten ihren Kunden neben anderen Wertpapierdienstleistungen auch die

Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit zu werten. Vgl. Wojcik in: Groeben et al. 2015, Art. 63 AEUV, Rdn. 16.

¹²¹² Zutreffend diesbezüglich *Bröhmer*, der feststellt, dass eine zu starre Anwendung der Dassonville-Formel auf die Kapitalverkehrsfreiheit in die Irre führt: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 63 AEUV, Rdn. 61-62; ebenfalls für eine einschränkende Auslegung des Eingriff-Begriffs (unter Verweis auf die Keck-Rechtsprechung des EuGH, *Wojcik* in: Groeben et al. 2015, Art. 63, Rdn. 16.

¹²¹³ So auch Sedlaczek/Züger in: Streinz et al. 2012, Art. 63 AEUV, Rdn. 14.

Durchführung von Aktienleerverkäufen an. Dieser Service könnte dem Schutzbereich der durch Art. 56 AEUV geschützten Dienstleistungsfreiheit unterfallen¹²¹⁴.

a) Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs der Dienstleistungsfreiheit

Art. 56 AEUV untersagt Beschränkungen des freien Dienstleistungsverkehrs innerhalb der Union für Angehörige der Mitgliedstaaten, die in einem anderen Mitgliedstaat als demjenigen des Leistungsempfängers ansässig sind. Dienstleistungen sind gemäß Art. 57 AEUV Leistungen, die in der Regel gegen Entgelt erbracht werden, soweit sie nicht den Vorschriften über den freien Waren- und Kapitalverkehr (Art. 34, 63 AEUV) und über die Freizügigkeit der Personen (Art. 21 AEUV) unterliegen¹²¹⁵. Insbesondere gewerbliche, kaufmännische, handwerkliche und freiberufliche Tätigkeiten sind von der europarechtlichen Dienstleistungsfreiheit erfasst¹²¹⁶.

Der sachliche Anwendungsbereich der Dienstleistungsfreiheit umfasst sowohl Sachverhalte, bei denen der in einem Mitgliedsstaat ansässige Dienstleister bei der Erbringung seiner Dienstleistung selbst die Grenze zu einem anderen Mitgliedstaat überschreitet (aktive Dienstleistungsfreiheit), als auch Dienstleistungen, die grenzüberschreitend aber ohne persönliche Anwesenheit des Dienstleisters – bspw. online – erbracht werden (Korrespondenzdienstleistungen). Bei der Korrespondenzdienstleistung überschreiten weder der Dienstleister noch der Dienstleistungsempfänger, wohl aber das unkörperliche Dienstleistungsprodukt eine innergemeinschaftliche Grenze. Typischerweise sind aus dem EU-Ausland angebotene (online) Bankgeschäfte und Wertpapierdienstleistungen Korrespondenzdienstleistungen¹²¹⁷. Wertpapierdienstleister¹²¹⁸ führen die für Ihre Kunden vorgenommenen Aktienleerverkäufe regelmäßig im eigenen Namen aber auf Rechnung des

¹²¹⁴ Zahlreiche in Mitgliedstaaten der EU ansässige Banken und online-Broker bieten in anderen Mitgliedstaaten ansässigen Kunden grenzüberschreitend die Durchführung von Aktienleerverkäufen an. Vgl. dazu etwa das Angebot der französischen Consorsbank (BNP Paribas S.A.) unter:

<https://www.consorsbank.de/ev/Wertpapierhandel/Depot-Software/Trading-bei-der-Consorsbank/Leerverkaeufe> (Stand: 16.05.2016) oder das Angebot der niederländischen Lynx B.V. unter <https://www.lynxbroker.de/wertpapierdepot/leerverkauf> (Stand: 16.05.2016). Grundsätzlich zur Anwendbarkeit der europarechtlichen Dienstleistungsfreiheit auf die grenzüberschreitende Erbringung von Finanzdienstleistungen, Ohler in: Ruffert 2013-, § 10, Rdn. 47.

¹²¹⁵ Zu den vom EuGH stets betonten Merkmalen der *Grenzüberschreitung* und der *Entgeltlichkeit* als unverzichtbare Begriffsmerkmale der Dienstleistungsfreiheit vgl. Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 56,57 AEUV, Rdn. 9.

¹²¹⁶ Vgl. Art. 57 a)-c) AEUV.

¹²¹⁷ Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 56,57 AEUV, Rdn. 32-33; Tiedje in: Groeben et al. 2015, S. Art. 56 AEUV, Rdn. 26-27. Frenz 2012, Rn. 3083.

¹²¹⁸ Vgl. insoweit § 2 Abs. 4 WpHG.

Kunden durch¹²¹⁹. Derartige Geschäfte sind als Wertpapierdienstleistungen im Sinne von § 2 Abs. 3 WpHG zu qualifizieren (Finanzkommissionsgeschäft)¹²²⁰. Die Durchführung von Aktienleerverkäufen wird in Europa auch entgeltlich und grenzüberschreitend – bspw. durch die französische Consorsbank oder durch die niederländische Lynx B.V. – angeboten¹²²¹. Damit unterfällt die geschäftsmäßige Durchführung von Aktienleerverkäufen für Dritte – soweit diese grenzüberschreitend erfolgt – dem sachlichen Schutzbereich des Art. 56 AEUV.

Der personelle Anwendungsbereich der Dienstleistungsfreiheit schützt jeden Dienstleistungserbringer, der in einem anderen Mitgliedstaat der EU ansässig ist, als der Leistungsempfänger¹²²². Erfasst von Art. 56 AEUV sind gemäß Art. 62 i.V. m. Art. 54 AEUV auch Gesellschaften, die ihren satzungsmäßigen Sitz oder ihre Hauptniederlassung in der EU haben, soweit sie nach den Vorschriften einer mitgliedstaatlichen Rechtsordnung gegründet worden sind. Den Schutz des Art. 56 AEUV genießen ferner auch die Empfänger grenzüberschreitend angebotener Dienstleistung (passive Dienstleistungsfreiheit)¹²²³.

Damit können sich sowohl in den Mitgliedsstaaten der EU ansässigen Investmentgesellschaften, Banken und Online-Brokern, die ihren Kunden die Durchführung grenzüberschreitender Leerverkäufe anbieten, als auch die Empfänger derartiger Dienstleistungen auf die Dienstleistungsfreiheit gem. Art. 56 AEUV berufen. Wie vorstehend skizziert, bieten in Deutschland aktuell bspw. die französische *Consorsbank* und die niederländische *Lynx B.V.* ihren Kunden die Durchführung von Leerverkäufen an¹²²⁴.

Verpflichtete der unionsrechtlichen Dienstleistungsfreiheit sind – neben den Mitgliedstaaten – auch die Organe der Europäischen Union¹²²⁵.

¹²¹⁹ Vgl. Jung in: Fuchs und Bouchon 2009, § Vor 37e und 37g, Rdn. 46.

¹²²⁰ Aus der Perspektive des Kunden handelt es sich bei einem Aktienleerverkauf – aufgrund des mit dem Aktienleerverkaufs verbundenen Wertpapierdarlehens – um ein Termingeschäft im Sinne von § 2 Abs. 2 Nr. 2 WpHG. Vgl. Jung in: Fuchs und Bouchon 2009, § Vor 37e und 37g, Rdn. 46. Vorliegend kommt es aber auch die Perspektive des Wertpapierdienstleisters an.

¹²²¹ Vgl. <https://www.consorsbank.de/ev/Wertpapierhandel/Depot-Software/Trading-bei-der-Consorsbank/Leerverkaeufe> (Stand: 16.05.2016) sowie <https://www.lynxbroker.de/wertpapierdepot/leerverkauf> (Stand: 16.05.2016).

¹²²² Tiedje in: Groeben et al. 2015, Art. 56 AEUV, Rdn. 10; Holoubek in: Schwarze und Becker 2012, S. Art. 56, 57, AEUV, Rdn. 49-50.

¹²²³ EuGH, Urteil vom 31.01.1984 - 286/82; 26/83, JurionRS 1984, 19155; Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56, Rdn. 53.

¹²²⁴ Vgl. <https://www.consorsbank.de/ev/Wertpapierhandel/Depot-Software/Trading-bei-der-Consorsbank/Leerverkaeufe> sowie <https://www.lynxbroker.de/wertpapierdepot/leerverkauf> (Stand: 16.05.2016).

¹²²⁵ Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 63. Allerdings wird den Unionsorganen bei der Ausgestaltung und der Beschränkung der Dienstleistungsfreiheit ein weiter Ermessensspielraum zugestanden, da gemeinschaftsweite Regelungen einheitlich wirken und dem primäre Ziel der Grundfreiheiten,

b) Eingriff in den Schutzbereich der Dienstleistungsfreiheit

Art. 56 Abs. 1 AEUV untersagt explizit Beschränkungen des freien Dienstleistungsverkehrs innerhalb der Union für Angehörige der Mitgliedstaaten, die in einem anderen Mitgliedstaat als demjenigen des Leistungsempfängers ansässig sind. Untersagt sind grundsätzlich alle Beschränkungsformen, gleich ob sie sich auf den Dienstleister, die Dienstleistung selbst, oder auf die Rahmenbedingungen der Dienstleistung beziehen¹²²⁶.

Das Beschränkungsverbot des Art. 56 AEUV umfasst – neben einem Verbot offen und versteckt diskriminierender Maßnahmen – auch nichtdiskriminierende Behinderungen des unionalen Dienstleistungsverkehrs¹²²⁷. Eine offene Diskriminierung ist bei einer Schlechterbehandlung von Trägern der EU-Grundfreiheiten aus Gründen der Staatsangehörigkeit gegeben. Eine versteckte Diskriminierung liegt in einer Schlechterstellung von Nichtstaatsangehörigen, die an anderen Merkmalen als der Staatsangehörigkeit selbst anknüpfen, die aber typischerweise Nichtstaatsangehörige treffen¹²²⁸. Eine nichtdiskriminierende Behinderung umfasst grundsätzlich alle Maßnahmen, die geeignet sind, den zwischenstaatlichen Freiverkehr unmittelbar oder mittelbar, aktuell oder potenziell zu behindern¹²²⁹.

(1) Diskriminierung von Marktteilnehmern durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?

Da die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 unterschiedslos für alle an den Aktienmärkten der EU gehandelten Aktien und für alle in den Mitgliedsstaaten der EU tätigen Finanzmarktakteure gleichermaßen gelten, bewirkt die EU-Leerverkaufsverordnung weder eine offene, noch eine versteckte Diskriminierungen von in den Mitgliedstaaten ansässigen Wertpapierdienstleistern oder von deren Kunden.

Diskriminierungen abzubauen, regelmäßig nicht widersprechen. Ausführlich hierzu: Holouvek in: Schwarze und Becker 2012, Art. 56, 57 AEUV, Rdn. 67–68; Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 56–57.

¹²²⁶ Vgl. EuGH, Urteil vom 15.01.2002 - C-439/99, Slg. 2002, I-305, Rn. 22; EuGH, Urteil vom 20.02.2001 - C-205/99, Slg. 2001, I-1271, Rn. 21; Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 70; Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 56, 57 ARUB, Rdn. 54–55.

¹²²⁷ EuGH, Urteil vom 03.12.1974 - 33/74, Slg. 1974, 1299, Rdn. 10–12; EuGH, Urteil vom 09.07.1997 - C-222/95, Slg. 1997, I-3899, Rdn. 19; Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 70; Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 56, 57 AEUV, Rdn. 54–57.

¹²²⁸ Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 74, 77.

¹²²⁹ Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 84–85.

(2) Unterschiedslos wirkende Behinderung des freien Dienstleistungsverkehrs durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012?

Eine nichtdiskriminierende Behinderung des innergemeinschaftlichen Handels ist nach der Rechtsprechung des EuGH grundsätzlich in jeder Maßnahme zu sehen, die geeignet ist, den zwischenstaatlichen Freiverkehr unmittelbar oder mittelbar, aktuell oder potenziell zu behindern¹²³⁰. Ob eine Einschränkung dieses außerordentlich weiten Eingriffsverständnisses durch eine Übertragung der zur Warenverkehrsfreiheit ergangenen *Keck*-Rechtsprechung des EuGH auf die Dienstleistungsfreiheit in Betracht kommt, ist in Literatur und Rechtsprechung bislang ungeklärt¹²³¹. Im vorliegenden Fall kann diese Frage aber offen bleiben, da jedenfalls das Verbot ungedeckter Leerverkäufe ohnehin nicht als reine „Verkaufs- oder Ausübungsmodalität“ im Sinne der *Keck*-Rechtsprechung qualifiziert werden kann. Insoweit gelten die vorstehend im Rahmen der Ausführungen zur Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit getätigten Erläuterungen entsprechend¹²³².

Eine unzulässige, nichtdiskriminierende Beschränkung der Dienstleistungsfreiheit kann nach der Rechtsprechung des EuGH bereits in einer unterschiedslos auf Leistungserbringer anwendbaren Maßnahme oder Vorschrift liegen, die eine Leistungserbringung „weniger attraktiv“ macht¹²³³. Auf den ersten Blick scheint diese Voraussetzung auf die aus den Art. 5, 6 und 12 der Verordnung (EU) 236/2012 folgenden Leerverkaufsbeschränkungen zuzutreffen: Das in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe beeinträchtigt die Geschäftstätigkeit von Investmentgesellschaften, Banken und Online-Brokern insofern, als diese ihren Kunden nun nicht mehr die Durchführung ungedeckter Aktienleerverkäufe anbieten und zudem ungedeckte Aktienleerverkäufe nicht mehr unbeschränkt im Rahmen ihrer Anlagestrategien einzusetzen dürfen. Die in den Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehenen Melde- und Offenlegungspflichten erschweren und verteuern die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen, so dass bestimmte Anlage- und Hedging-Strategien nicht mehr oder nur zu erhöhten Preisen angeboten werden können und

¹²³⁰ Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 84–85.

¹²³¹ Vgl. etwa Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 88; Groeben et al. 2015, Art. 56 AEUV, Rdn. 97–101.

¹²³² Vgl. die vorstehenden Ausführungen zur *Keck*-Rechtsprechung des EuGH im Rahmen des Kapitels über die Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit, Ziffer IV.B.1.b)(2).

¹²³³ EuGH, Urteil vom 12.12.1996 - C-3/95, Slg. 1996, I-6511, Rdn. 25; EuGH, Urteil vom 09.07.1997 - C-222/95, Slg. 1997, I-3899, Rdn. 18; Müller-Graff in: Streinz et al. 2012, Art. 56 AEUV, Rdn. 86–87; Kluth in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 56, 57 AEUV, Rdn. 57.

dadurch ggf. weniger häufig nachgefragt werden. Die vorstehend skizzierten Behinderungen treten auch im grenzüberschreitenden Verkehr auf – etwa wenn einem französischen oder niederländischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen gegenüber deutschen Kunden erschwert oder verunmöglicht wird.

Allerdings zielt die europarechtliche Dienstleistungsfreiheit – wenngleich sie auch unterschiedslos wirkende Beschränkungen des Dienstleistungsverkehrs untersagt – stets auf eine Beseitigung von *in einzelnen Mitgliedsstaaten* bestehenden Marktzugangshindernissen¹²³⁴. Anderweitige Beschränkungen der Dienstleistungsfreiheit verstoßen daher nur dann gegen Art. 56 AEUV, wenn sie die in einem Mitgliedstaat rechtmäßig erbringbare Dienstleistungen eines Dienstleisters in einem anderen Mitgliedstaat unterbinden, behindern oder weniger attraktiv machen¹²³⁵. Diese Voraussetzung kann bei einer durch Organe der EU vorgenommenen, in allen Mitgliedsstaaten zur Anwendung gelangenden Harmonisierungsmaßnahme schwerlich erfüllt sein¹²³⁶. Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 unterbinden oder behindern nicht die Durchführbarkeit von Aktienleerverkäufen in einzelnen Mitgliedsstaaten, sondern in allen Mitgliedstaaten der EU. Sie greifen folglich nicht in die durch Art. 56 AEUV geschützte europarechtliche Dienstleistungsfreiheit ein.

3. Zwischenergebnis zur Prüfung der EU- Grundfreiheiten

Die Aktienleerverkäufe beschränkende Transparenzvorschriften und das Verbot ungedeckter Leerverkäufe der Verordnung (EU) 236/2012 verletzen weder die europäische Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 AEUV), noch die europäische Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 AEUV). Eine Verletzung sonstiger europäischer Grundfreiheiten durch die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 ist ebenfalls nicht ersichtlich.

¹²³⁴ Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn. 23.

¹²³⁵ Vgl. Tiedje in: Groeben et al. 2015, Art. 56 AEUV, Rdn. 66.

¹²³⁶ Dementsprechend hat der EuGH bislang noch nie einen Verstoß gegen eine Grundfreiheit durch ein Organ der EU festgestellt. Vgl. Pache in: Schulze et al. 2015, § 10, Rdn. 44.

C. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit den Grundrechten der EU-Grundrechtecharta

Die Charta der Grundrechte der Europäischen Union¹²³⁷ (nachfolgend „GRC“¹²³⁸) ist seit Inkrafttreten des Vertrages von Lissabon verbindliches Recht. Die GRC wird von der EU über Art. 6 Abs. 1 EUV ausdrücklich als den europäischen Verträgen „rechtlich gleichrangig“ anerkannt¹²³⁹. Die GRC gehört damit zum Primärrecht der EU, das allen abgeleiteten Rechtsquellen vorgeht¹²⁴⁰.

Der Anwendungsbereich der GRC erstreckt sich gemäß Art 51 Abs. 1 GRC auf die Organe und Einrichtungen der Union sowie – unter Beachtung des Subsidiaritätsprinzips – auch auf die Mitgliedstaaten, soweit diese mit der Durchführung von EU-Recht befasst sind. Die Verordnung (EU) 236/2012 muss als von den Unionsorganen geschaffenes Sekundärrecht im Sinne von Art. 288 AEUV den Anforderungen der GRC gerecht werden.

Nachfolgend wird die Verordnung (EU) 236/2012 auf ihre Vereinbarkeit mit dem Recht auf den Schutz personenbezogener Daten (Art. 8 GRC), dem Recht der Berufsfreiheit (Art. 15 GRC), der unternehmerischen Freiheit (Art. 16 GRC), sowie mit der Eigentumsfreiheit (Art. 17 GRC) untersucht.

1. Schutz personenbezogener Daten (Art. 8 GRC)

Die Verordnung (EU) 236/2012 sieht eine Meldepflicht für bestimmte Netto-Leerverkaufspositionen gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde sowie eine Offenlegungspflicht größerer Netto-Leerverkaufspositionen gegenüber der Öffentlichkeit vor¹²⁴¹. Jede Meldung oder Offenlegung von Netto-Leerverkaufspositionen muss Angaben zur Identität der Person, die die betreffende Position hält, zum Umfang der betreffenden Position, dem Emittenten, dessen Papiere in der betreffenden Position gehalten werden, und dem Datum, zu dem die betreffende Position eröffnet, geändert oder geschlossen wurde, enthalten¹²⁴².

¹²³⁷ Charta der Grundrechte der Europäischen Union, 2000/C 364/1, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften vom 18.12.2000. Abrufbar unter: http://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text_de.pdf (Stand: 18.5.2016).

¹²³⁸ Verkürzt auch häufig als „EU-Grundrechtecharta“ (GRC) bezeichnet.

¹²³⁹ Anzumerken ist, dass EuGH und EuG die GRC schon mehrfach vor Inkrafttreten des Lissaboner Vertrages in Auslegungsfragen herangezogen haben. Näher hierzu Hatje in: Schwarze und Becker 2012, Art. 6 EUV, Rdn. 5.

¹²⁴⁰ Hatje in: Schwarze und Becker 2012, Art. 6 EUV, Rdn. 6; Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 6 EUV, Rdn. 2.

¹²⁴¹ Vgl. Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236(2012).

¹²⁴² Vgl. Art. 9 Verordnung (EU) 236/2012.

Gemäß Art. 8 GRC dürfen personenbezogene Daten nur nach „Treu und Glauben“ für festgelegte Zwecke und mit Einwilligung der betroffenen Person oder auf einer legitimen gesetzlich geregelten Grundlage verarbeitet werden. Die Transparenzvorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 müssen diesen Anforderungen gerecht werden.

a) Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs des Art. 8 GRC

Der personelle Schutzbereich von Art. 8 GRC umfasst nur natürliche Personen. Juristische Personen oder Personenvereinigungen genießen nicht den Schutz dieses Grundrechts¹²⁴³. Für diese Annahme sprechen die Nähe des durch Art. 8 GRC geschützten Rechts auf informationelle Selbstbestimmung zum höchstpersönlichen Schutzgut der Menschenwürde sowie das Nichtvorhandensein einer dem Art. 19 Abs. 3 GG entsprechenden Vorschrift in der GRC¹²⁴⁴. Folglich können sich durch die Erhebung und Verarbeitung von Leerverkaufsdaten betroffene institutionelle Anleger – wie etwa Kreditinstitute oder Investmentgesellschaften – nicht auf den Schutz von Art. 8 GRC berufen. Private Anleger werden zwar die Melde- oder Offenlegungspflichten auslösenden Grenzwerte der Verordnung (EU) 236/2012 von 0,3% bzw. 0,5% des ausgegebenen Aktienkapitals eines Unternehmens regelmäßig nicht erreichen. Gleichwohl ist eine Überschreitung der vorstehend genannten Schwellenwerte auch durch Privatanleger durchaus denkbar. Leerverkäufe durchführende Privatanleger können sich folglich grundsätzlich auf den Schutz des Art. 8 GRC berufen.

Verpflichtete der unionalen Grundrechte sind gemäß Art. 51 Abs. 1 GRC zuvörderst die Organe und Einrichtungen der Union, so dass auch das Sekundärrecht der EU und damit auch die Verordnung (EU) 236/2012 an dem Grundrecht des Art. 8 GRC zu messen ist¹²⁴⁵.

Der sachliche Schutzbereich des Art. 8 GRC umfasst den Schutz personenbezogener Daten. Darunter sind in Anlehnung an die Definition des Art. 2 a) der Richtlinie 95/46/EG¹²⁴⁶ alle

¹²⁴³ Personenvereinigungen können sich allenfalls hinsichtlich ihres Namensrechts auf Art. 8 GRC berufen. Vgl. EuGH, Urteil vom 9. 11. 2010 – C-92/09, NJW 2011, 1338.

¹²⁴⁴ So auch Kingreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 8 CGCH, Rdn. 11. Knecht (der allerdings eine bereichsspezifische Anwendung des Art. 8 GRC auf juristische Personen – etwa wenn Namensrechte betroffen sind – für angebracht hält) in: Schwarze und Becker 2012, Art. 8 GRC, Rdn. 3; Auch der EuGH steht einer Ausweitung des 8 GRC auf juristische Personen zumindest skeptisch gegenüber. Vgl. EuGH, Urteil vom 9. 11. 2010 – C-92/09, NJW 2011, 1338; a.A. und ausdrücklich für eine Ausweitung der Art. 8 GRC auf juristische Personen, Augsberg in: Groeben et al. 2015, Art. 8 GRC, Rdn. 7.

¹²⁴⁵ Vgl. Schorkopf in: Hatje et al. 2013-, § 3, Rdn. 12; Steintz in: Streinz et al. 2012, Art. 8 GRC, Rdn. 6.

Informationen über eine bestimmte oder bestimmbare natürliche Person zu verstehen¹²⁴⁷. Da Art. 8 GRC dem Schutz der Privatsphäre dient, ist zentrale Voraussetzung einer Schutzbereichseröffnung das Bestehen eines personalen Bezuges der in Frage stehenden Daten¹²⁴⁸. Ein personaler Bezug besteht bspw. bei die Intim- oder die Privatsphäre einer Person betreffenden Informationen oder bei Gesundheitsdaten. Geschäftliche und vermögensbezogene Informationen unterfallen dagegen nur dem Schutzbereich des Art. 8 GRC, soweit sie einen personalen Bezug aufweisen. Andernfalls werden sie von den insofern sachnäheren Art. 15 (Berufsfreiheit), 16 (unternehmerische Freiheit) oder 17 (Eigentumsrecht) GRC geschützt¹²⁴⁹. Die gemäß der Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 mitzuteilenden bzw. zu veröffentlichenden Daten beschränken sich im Wesentlichen auf den Umfang gehaltener Netto-Leerverkaufspositionen. Ein die Privatsphäre berührender personaler Bezug ist hier nicht ersichtlich; Die Transparenzpflichten der Leerverkaufsverordnung werden von Marktteilnehmern zwar gelegentlich kritisiert, da sie vertrauliche Investment-Strategien offenlegen und auf diese Weise Anlageerfolge gefährden könnten¹²⁵⁰. Derartige Bedenken beziehen sich aber weniger auf persönliche Merkmale von Leerverkäufern, als vielmehr auf die Durchführbarkeit von Anlagestrategien und auf Berufsgeheimnisse. Der Schutz von Berufsgeheimnissen erfolgt aber nicht durch Art. 8 GRC, sondern mittels der insofern sachnäheren Grundrechte auf Schutz der Berufsfreiheit und/oder der unternehmerische Freiheit. Der sachliche Schutzbereich des Art. 8 GRC ist durch die Transparenzvorschriften der Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 folglich nicht eröffnet.

2. Exkurs: Datenschutz (Art. 16 AEUV)

Art. 16 AEUV enthält eine mit Art. 8 GRC wörtlich übereinstimmende Schutzanordnung. Der Regelungsinhalt des Art. 8 Abs. 1 GRC wurde nur aus Gründen der Sichtbarkeit, Betonung und Lesbarkeit in den AEUV übernommen. Schutzbereich und Auslegung des Art.16 AEUV

¹²⁴⁶ Richtlinie 95/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. Oktober 1995 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten und zum freien Datenverkehr, Abrufbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=celex%3A31995L0046> (Stand:22.05.2016).

¹²⁴⁷ Knecht in: Schwarze und Becker 2012, Art. 8 GRC, Rdn. 5.

¹²⁴⁸ Zur Funktion des Art. 8 GRC als eine die Privatsphäre schützende Norm vgl. Streinz in:Streinz et al. 2012, Art. 8 GRC, Rdn. 7.

¹²⁴⁹ Knecht in Schwarze und Becker 2012, Art. 8 GRC, Rdn. 5; Augsberg in: Groeben et al. 2015, Art. 8 GRC, Rdn. 6; Kindgreen in; Calliess und Ruffert 2011, Art. 8 GRCh, Rdn. 9; Frenz 2009, Rn. 1367.

¹²⁵⁰ Vgl. etwa Brief der Deutschen Kreditwirtschaft an die European Securities and Markets Authority (ESMA) vom 12.02.2013 (Seite 6 Antwort zu Q12). Abrufbar unter: http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/12-02-13_DK_Comments_ESMA_Tech_Standards_Short_Selling.pdf (Stand: 22.05.2016).

entsprechen dem des Art. 8 GRC¹²⁵¹. Folglich kann im vorliegenden Fall auf eine Prüfung des Art. 16 AEUV verzichtet und insoweit auf die vorstehend vorgenommene Prüfung des Art. 8 GRC verwiesen werden.

3. Berufsfreiheit (Art. 15 GRC)

Gemeinsam mit der unternehmerischen Freiheit (Art. 16 GRC) ist die Berufsfreiheit des Art. 15 GRC das zentrale wirtschaftliche Grundrecht der GRC. Durch die vorstehend genannten Grundfreiheiten wird die wirtschaftliche Betätigungsfreiheit umfassend geschützt¹²⁵²

Das in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltene Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien könnte gegen den in Art. 15 Abs. 1 GRC normierten Schutz der Berufsfreiheit verstoßen, soweit der Leerverkauf von Aktien als berufliche Betätigung im Sinne dieses Grundrechts zu qualifizieren sein sollte.

a) Eröffnung des personellen und sachlichen Schutzbereichs des Art. 15 Abs. 1 GRC

Der personelle Schutzbereich des Art. 15 GRC umfasst in erster Linie Unionsbürger sowie – über Art. 15 Abs. 3 GRC – auch Drittstaatenangehörige, soweit diese über die Berechtigung verfügen, in einem Mitgliedsstaat der Union zu arbeiten. Eine Zugangsberechtigung zu den Arbeitsmärkten der EU gewährt die Vorschrift Drittstaatenangehörigen dagegen nicht¹²⁵³. Nach h.M. genießen auch juristische Personen den Schutz des Art. 15 GRC¹²⁵⁴. Damit können sich sowohl in der EU ansässige institutionelle Anleger, wie auch Unionsbürger und in der EU ansässige Drittstaatenangehörige auf den durch Art. 15 GRC vermittelten Schutz der Berufsfreiheit berufen.

¹²⁵¹ Brühmann in: Groeben et al. 2015, Art. 16 AEUV, Rdn. 28 ff.

¹²⁵² Ruffert in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 15 GRCh, Rdn. 1,4.

¹²⁵³ Ruffert in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 15 GRCh, Rdn. 7,9; Wolfgang in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 15 GRCh, Rdn. 4; Frenz 2009, Rn. 2525–2526.

¹²⁵⁴ Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 15, Rdn. 18; Frenz 2009, Rn. 2534; Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, Art. 15 GRC, Rdn. 3; Wolfgang in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 15, Rdn. 4. a.A Ruffert, der die Betätigungen juristischer Personen ohne nähere Begründung nur durch Art. 16 GRCh geschützt sieht: Ruffert in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 15 GRCh, Rdn. 8.

Verpflichtete der unionalen Grundrechte sind gemäß Art. 51 Abs. 1 GRC zuvörderst die Organe und Einrichtungen der Union. Das Sekundärrecht der EU und damit auch die Verordnung (EU) 236/2012 sind an Art. 15 GRC zu messen¹²⁵⁵.

Der sachliche Schutzbereich des Grundrechts auf Berufsfreiheit umfasst das Recht zu arbeiten und einen frei gewählten oder angenommenen Beruf auszuüben sowie in jedem Mitgliedstaat Arbeit zu suchen, zu arbeiten, sich niederzulassen oder Dienstleistungen zu erbringen. Geschützt ist jede mit Erwerbsabsicht ausgeübte, entgeltliche, tatsächliche Tätigkeit, die von gewisser Dauer und damit nicht bloß einmalig ist¹²⁵⁶. Zentrales Merkmal der durch Art. 15 GRC geschützten Berufsfreiheit ist die Erwerbsaussicht. Die Dauer der Tätigkeit spielt dagegen nur eine untergeordnete Rolle¹²⁵⁷. Neben in abhängiger Beschäftigung erbrachten Tätigkeiten können auch selbstständige Tätigkeiten dem Schutz des Art. 15 GRC unterliegen¹²⁵⁸.

Aktienleerverkäufe werden von institutionellen und von Privatanlegern im Rahmen spekulativer Anlagestrategien aber auch zu Absicherungszwecken (Hedging) oder im Rahmen von Arbitrage-Geschäften eingesetzt. Zudem bieten Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Kunden die Durchführung von Aktienleerverkäufen gegen Entgelt an¹²⁵⁹. Die Durchführung von Aktienleerverkäufen wird – gleich ob sie für eigene Rechnung oder als Dienstleistung für Dritte erfolgt – regelmäßig von einer Erwerbsabsicht getragen und häufig auch eine gewisse Dauerhaftigkeit aufweisen. Sie unterfällt damit dem sachlichen Schutzbereich des Art. 15 GRC.

b) Eingriff in den Schutzbereich des Art. 15 Abs. 1 GRC

Ein Eingriff in die Berufsfreiheit liegt in jeder nachteiligen Regelung oder Maßnahme des Grundrechtsverpflichteten, die das geschützte Verhalten nicht unerheblich behindert. Eine Beeinträchtigung der Berufsfreiheit kann sowohl durch normative Regelungen, als auch durch

¹²⁵⁵ Vgl. Frenz 2009, Rn. 2540; Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, Art. 15 GRC, Rdn. 5; Schorkopf in: Hatje et al. 2013-, § 3 Rdn. 12.

¹²⁵⁶ Grabenwarter in: Hatje et al. 2013-, § 13, Rdn. 3.

¹²⁵⁷ Ruffert in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 15, Rdn. 5.

¹²⁵⁸ Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, Art. 15 GRC, Rdn. 3; Grabenwarter in: Hatje et al. 2013-, § 13, Rdn. 5; Frenz 2009, Rn. 2516.

¹²⁵⁹ So bietet bspw. der niederländische online-Broker LYNX B.V. seinen Kunden die Durchführung von Leerverkäufen an Börsen der folgenden Länder an: Deutschland, Schweiz, USA, Kanada, Frankreich, Großbritannien, Niederlande, Belgien, Schweden, Japan, Australien. Vgl. <https://www.lynxbroker.de/wertpapierdepot/leerverkauf/> (Stand: 23.05.2016).

faktisches, nicht-normatives Verhalten erfolgen¹²⁶⁰. Erfasst ist damit jedes Verhalten des Grundrechtsverpflichteten, dass sich nachteilig auf die Berufswahl oder auf die Berufsausübung auswirkt¹²⁶¹. Dagegen sind nach der Rechtsprechung des EuGH Eingriffe in „bloße kaufmännische Interessen oder Aussichten (...), deren Ungewissheit zum Wesen wirtschaftlicher Tätigkeit gehört“ nicht als Eingriffe in den Schutzbereich der Berufsfreiheit zu werten. Erforderlich ist, dass die Einschränkung bei wertender Betrachtung einen hinreichend berufsspezifischen Zusammenhang zu der staatlichen Maßnahme aufweist und nicht bloß auf allgemeinen wirtschaftlichen Umständen fußt¹²⁶².

Aktienleerverkäufe werden – wie vorstehend skizziert – von institutionellen und von privaten Anlegern im Rahmen spekulativer Anlagestrategien aber auch zu Absicherungszwecken oder im Rahmen von Arbitrage-Geschäften eingesetzt. Zudem bieten Wertpapierdienstleistungsunternehmen ihren Kunden die Durchführung von Aktienleerverkäufen gegen Entgelt an. Das Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe (Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012) sowie die Transparenzpflichten (Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012) der EU-Leerverkaufsverordnung behindern Aktienleerverkäufer insofern in ihrer Tätigkeit, als diese Vorschriften eine bisher mögliche Investment-Tätigkeit verunmöglichen oder verteuern und – im Falle der Transparenzpflichten – zudem die Gefahr bergen, dass geheime Anlage-Strategien und Geschäftsgeheimnisse der breiten Anlegeröffentlichkeit bekannt werden¹²⁶³.

Privaten und institutionellen Anlegern wird durch die Leerverkaufsbeschränkungen der Verordnung (EU) 236/2012 der Eigenhandel erschwert¹²⁶⁴. Zugleich wird Wertpapierdienstleistungsunternehmen¹²⁶⁵ die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen¹²⁶⁶

¹²⁶⁰ Ruffert in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 15, Rdn. 10-11; Grabenwarter in: Hatje et al. 2013-, § 13, Rdn. 17.18.

¹²⁶¹ Grabenwarter in: Hatje et al. 2013-, § 13, Rdn. 17; Wolfgang in: Lenz und Borchardt 2013, Art. 15, Rdn. 5; Frenz 2009, Rn. 2602.

¹²⁶² Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 15 GRC, Rdn. 30; EuGH, Urteil vom 14.05.1974 - 4/73, Slg. 1974, 491, Rdn. 14-15.

¹²⁶³ Hinsichtlich der durch die Transparenzvorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 verursachten Compliance-Kosten (Einrichtungskosten EU-weit ca. 137 Millionen EUR/ jährliche Betriebskosten EU-weit ca. 13,7 Millionen Euro) vgl. das Impact Assessment der EU: European Commission 2010, S. 70; Hinsichtlich der Befürchtung, geheime Anlagestrategien von Leerverkäufern könnten der Öffentlichkeit bekannt werden, vgl. Brief der Deutschen Kreditwirtschaft an die European Securities and Markets Authority (ESMA) vom 12.02.2013 (Seite 6 Antwort zu Q12). Abrufbar unter: http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/12-02-13_DK_Comments_ESMA_Tech_Standards_Short_Selling.pdf (Stand: 23.05.2016).

¹²⁶⁴ Vgl. § 1 Abs. (1a) Nr. 4 KWG.

¹²⁶⁵ Vgl. § 2 Abs. 4 WpHG.

¹²⁶⁶ Vgl. § 2 Abs. 3 WpHG.

für ihre Kunden teilweise verunmöglicht, indem die Palette der zulässigen Dienstleistungen eingeschränkt wird. Zudem wird die Erbringung einiger Wertpapierdienstleistungen – bspw. die Finanzportfolioverwaltung¹²⁶⁷ – verteuert.

Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 wirken sich folglich negativ auf die Berufsausübungsmöglichkeiten institutioneller und privater Investoren und Wertpapierdienstleister aus. Da sie eine im professionellen Wertpapiergeschäft übliche und etablierte Handelstechnik zielgerichtet einschränken, weisen die leerverkaufsbeschränkenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 den für einen Schutzbereichseingriff erforderlichen berufsspezifischen Zusammenhang auf.

c) Rechtfertigung des Eingriffs in den Schutzbereich des Art. 15 Abs. 1 GRC

Gemäß Art. 52 Abs. 1 GRC darf eine Beschränkung europäischer Grundrechte und Grundfreiheiten nur auf Grundlage gesetzlicher Vorschriften erfolgen. Die Grundrechtsbeschränkungen müssen den Wesensgehalt des betroffenen Grundrechts achten. Einschränkungen dürfen zudem nur unter Wahrung des Grundsatzes der Verhältnismäßigkeit – der die Verfolgung eines legitimen gesetzgeberischen Ziels mit geeigneten, erforderlichen und angemessenen Mitteln voraussetzt – vorgenommen werden¹²⁶⁸.

(1) Wahrung des Gesetzesvorbehalts

Verordnungen im Sinne des Art. 288 Absatz 2 AEUV erfüllen den Gesetzesvorbehalt des § 52 Abs. 1 GRC¹²⁶⁹. Die die Berufsfreiheit des Art. 15 GRC einengenden Beschränkungen – das Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe und die gedeckten Aktienleerverkäufe betreffenden Transparenzpflichten – beruhen auf einer wirksam erlassenen europäischen Verordnung¹²⁷⁰ und damit auf einer einschränkungstauglichen Rechtsgrundlage im Sinne von Art. 52 Abs. 1 S. 1 GRC. Die für eine Einschränkung der europäischen Berufsfreiheit erforderliche

¹²⁶⁷ Vgl. § 2 Abs. 3 Nr. 7 WpHG.

¹²⁶⁸ Ausführlich um Verhältnismäßigkeitsgrundsatz: Kindgreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 65–73.

¹²⁶⁹ Ausführlich zum Gesetzesvorbehalt des Art. 52 Abs. 1 S.1 EGC vgl. Kingreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 61–62; Frenz 2009, Rn. 2616.

¹²⁷⁰ Die Verordnung (EU) 236/2012 wurde auf Grundlage von Art. 114 AEUV im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren (Art. 294 AEUV) erlassen. Vgl. insoweit die einleitenden Erläuterungen der Verordnung (EU) 236/2012. Für eine Verletzung des Gesetzgebungsverfahrens liegen keine Anhaltspunkte vor.

gesetzliche Grundlage ist im vorliegenden Fall mit den Art. 5, 6 und 12 der Verordnung (EU) 236/2012 gegeben.

(2) Beachtung des Wesensgehaltes des eingeschränkten Grundrechts sowie der Verhältnismäßigkeit

Einschränkungen europäischer Grundrechte haben gemäß Art. 52 Abs. 1 GRC und der Rechtsprechung des EuGH den Wesensgehalt des betreffenden Grundrechts zu achten sowie ein legitimes gesetzgeberisches Ziel zu verfolgen. Sie müssen zudem zur Erreichung des angestrebten Ziels *geeignet, erforderlich und angemessen* zu sein¹²⁷¹.

Die Wesensgehaltsgarantie spielt – aufgrund der kaum zu leistenden Abgrenzung eines grundrechtlichen Wesenskerns – in der Rechtsprechung des EuGH eine eher untergeordnete Rolle¹²⁷². Sie wird regelmäßig in die Verhältnismäßigkeitsprüfung integriert. Eine Wesensgehaltsverletzung liegt danach nur bei einem unverhältnismäßigen und damit nicht gerechtfertigten Grundrechtseingriff vor¹²⁷³. Eine verhältnismäßige Grundrechtsbeschränkung verletzt dagegen niemals den Wesenskern eines Grundrechts¹²⁷⁴.

Grundrechtseinschränkungen sind verhältnismäßig, wenn sie notwendig sind und den von der Union anerkannten, dem Gemeinwohl dienenden Zielsetzungen oder den Erfordernissen des Schutzes der Rechte und Freiheiten anderer tatsächlich entsprechen¹²⁷⁵. Hinsichtlich Einschränkungen der durch die GRC geschützten Berufsfreiheit vertritt der EuGH in ständiger Rechtsprechung die Auffassung, diese könne „Beschränkungen unterworfen werden, sofern diese Beschränkungen tatsächlich dem Gemeinwohl dienenden Zielen der Gemeinschaft entsprechen und nicht einem im Hinblick auf den verfolgten Zweck unverhältnismäßigen,

¹²⁷¹ Der EuGH führt keineswegs immer eine strikte Prüfung der Geeignetheit, Erforderlichkeit, und Angemessenheit eines Grundrechtseingriffs durch. Die Durchführung einer solchen aus dem deutschen Verfassungsrecht bekannten Angemessenheitsprüfung im europäischen Grundrechtsschutz ist aber aberkannt. Vgl. etwa Frenz 2009, Rn. 652–661 & 2627ff; Cornils in: Hatje et al. 2013–, §§ 5, Rdn. 107–112.

¹²⁷² Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 15 GRC, Rdn. 35.

¹²⁷³ EuGH, Urteil vom 11.07.1989 - 265/87, Slg. 1989, 2237, Rdn. 15; EuGH, 08.04.1992 - C-62/90, Slg. 1992, I-2575, Rdn. 23; Ausführlich und m.w.N. zur Problematik der Wesensgehaltsgarantie vgl. Cornils in: Hatje et al. 2013–, §§ 5, Rdn. 104–106; Kindgreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 64.

¹²⁷⁴ Vgl. diesbezüglich auch die Ausführungen Kingreens, der darauf hinweist, dass der Wesensgehaltsgarantie des Art. 52 Abs. 1 GRC nach der Rspr. des EuGH gegenüber dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit keine eigenständige Funktion zukommt. Kingreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 64.

¹²⁷⁵ Vgl. Art. 52 Abs. 1 S.2 EGC.

nicht tragbaren Eingriff darstellen, der die so gewährleisteten Rechte in ihrem Wesensgehalt antastet“¹²⁷⁶.

Legitime Zielsetzung: Die durch die Art. 5, 6 und 12 der Verordnung (EU) 236/2012 erfolgenden Einschränkungen der Berufsfreiheit müssen gemäß Art. 52 Abs. 1 S. 2 GRCh der Erreichung eines von der Union anerkannten, dem Gemeinwohl dienenden Ziels bzw. dem Schutz schutzwürdiger Individualinteressen dienen¹²⁷⁷. Die eine Einschränkung von Grundfreiheiten legitimierenden Gemeinwohlziele müssen auf europäischer Ebene – bspw. durch die Rechtsprechung des EuGH – anerkannt sein. Auf eine ausdrückliche Verankerung der Gemeinwohlziele in den Europäischen Verträgen kommt es dagegen nicht an¹²⁷⁸. Die Verordnung (EU) 236/2012 wurde reaktiv auf das wenig koordinierte Verhalten der nationalen europäischen Finanzdienstleistungsbehörden während der Finanzmarktkrise 2008 erlassen¹²⁷⁹. Ihr Ziel ist die Gewährleistung und die Verbesserung der ordnungsgemäßen Funktionsweise des europäischen Binnenmarktes – insbesondere der europäischen Finanzmärkte – sowie die Sicherstellung eines hohen Maßes an Verbraucher- und Anlegerschutz an den Finanzmärkten der Europäischen Union¹²⁸⁰. Die Errichtung eines funktionsfähigen Binnenmarktes ist gemäß Art. 3 Abs. 3 EUV eine ausdrücklich niedergelegte Zielvorgabe der Europäischen Union. Auch der Verbraucher- und Anlegerschutz sind als legitime Unionsziele anerkannt¹²⁸¹. Die leerverkaufsbeschränkenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 dienen damit der Erreichung von durch die Europäische Union anerkannter Gemeinwohlziele.

Geeignetheit: Eine grundrechtseinschränkende Maßnahme ist geeignet, wenn durch sie das durch den Gesetzgeber angestrebte Ziel erreicht werden kann. Bei der Beurteilung dieser Frage kommt den europäischen Gesetzgeber nach der Rechtsprechung des EuGH ein weiter

¹²⁷⁶ Vgl. EuGH, Urteil vom 10.01.1992 - C-177/90, Slg. 1992, I-35, Rdn. 16; EuGH, Urteil vom 05.10.1994 - C-280/93, Slg. 1994, I-4973, Rdn. 78; EuGH, Urteil vom 29.04.1999 - C-293/97 Slg. 1999, I-2603, Rdn. 54; EuGH, Urteil vom 15.07.2004 - C-37/02, C-38/02, Slg. 2004, I-6911, Rdn. 82; vgl. ferner Frenz 2009, Rn. 2610 m.w.N..

¹²⁷⁷ Vgl. Kingreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 67.

¹²⁷⁸ Frenz 2009, Rn. 639-644, 2619; Kühling weist nach, dass „die Spannweite möglicher eingriffslegitimierender Gemeinschaftsinteressen in der bisherigen Luxemburger Judikatur sehr weit gefasst“ wird. Vgl. Kühling in: Bogdandy 2009, S. 692–693; a..A. Ruffert, der „eine strikte Orientierung an eindeutig normierten Gemeinschaftszielen“ fordert: Calliess und Ruffert 2011, Art. 15 GRCh, Rdn. 14. Im vorliegenden Fall ist die Frage des Erfordernisses einer ausdrücklichen Normierung des angestrebten Gemeinwohlziels nicht entscheidungserheblich, da mit dem Gemeinwohlziel der Binnenmarktstärkung ein in Art. 3 Abs. 3 EUV ausdrücklich normiertes Gemeinschaftsziel verfolgt wird.

¹²⁷⁹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund (1).

¹²⁸⁰ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund (2).

¹²⁸¹ EuGH, Urteil vom 08.10.1986 - 234/85, Slg. 1986, 2897, Rdn. 14-15; Ohler 2013, Art. 58 EGV, Rdn. 13; Kingreen in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 52 GRCh, Rdn. 67.

Ermessens- und Prognosespielraum zu. Besonders bei der Regulierung von wirtschaftspolitischen Sachverhalten – deren Beurteilung häufig nur auf Grundlage von ihrerseits mit Erkenntnisunsicherheiten behafteter empirischer Forschung möglich ist – betont der EuGH die Weite des gesetzgeberischen Ermessens¹²⁸². Zwangsläufig mit Unsicherheiten behaftete Prognoseentscheidungen sind nur dann zur Erreichung des angestrebten Ziels ungeeignet, „wenn sie im Hinblick auf die Erkenntnis, über die er (der Gesetzgeber, Anmerkung des Verfassers) im Zeitpunkt des Erlasses der Regelung verfügte, offensichtlich irrig erscheinen“¹²⁸³. Soweit eine Maßnahme zur Zielerreichung nicht offensichtlich ungeeignet ist, wird sie als zur Zweckerreichung *geeignet* zu werten sein¹²⁸⁴.

Im vorliegenden Fall hatte der europäische Gesetzgeber bei Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 die ausgesprochen komplexe Frage zu beurteilen, in welcher Weise sich Leerverkäufe und Leerverkaufsbeschränkungen auf die Funktionsweise von Wertpapiermärkten auswirken. Dabei waren zahlreiche Faktoren – wie bspw. die Auswirkungen von Leerverkäufen auf die Liquidität und Preiseffizienz von Wertpapiermärkten aber auch auf die Preisstabilität von Wertpapieren in stark fallenden Märkten – zu beurteilen und gegeneinander abzuwägen. Die empirische Finanzmarktforschung ist – wie vorstehend in Abschnitt I. dieser Arbeit dargelegt – trotz intensiver Forschung bislang zu keinen abschließenden Beurteilungen der vorstehend skizzierten Fragen gelangt. Es liegen aber durchaus Erkenntnisse vor, die darauf hindeuten, dass Leerverkäufe Aktienkurse destabilisieren und zudem zu einem Anstieg unerwünschter Lieferverzögerungen („fail to deliver“) führen können¹²⁸⁵.

Der europäische Gesetzgeber hat die für und wider ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe und die Einführung von Transparenzvorschriften streitenden Erwägungen gewürdigt und gegeneinander abgewogen. In die Ausarbeitung der Verordnung (EU) 236/2012 wurden die

¹²⁸² EuGH, Urteil vom 27.06.1989 - 113/88, Slg. 1989, 1991, Rdn.20; EuGH, Urteil vom 12.07.2005 - C-154/04, C-155/04, Slg. 2005, I-6451, Rdn. 52; EuGH, 12.12.2006 - C-380/03, Slg. 2006, I-11573, Rdn. 145; vgl. ferner Kühling in: Bogdandy 2009, S. 694–695; Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 15 GRC, Rdn. 42; Kritisch hinsichtlich des dem Gemeinschaftsgesetzgeber vom EuGH bei der Beschränkung der Berufsfreiheit eingeräumten „fast schrankenlosen Ermessens“ Streinz in: Streinz et al. 2012, S. Art. 15 GRC, Rdn. 5-6.

¹²⁸³ EuGH, Urteil vom 5. 10. 1994 – C-280/93, Slg. 1994, I-4973, Rdn. 90; EuGH, Urteil vom 12. 1. 2006 – C-504/04, Slg. 2006, I-679, Rdn. 38.

¹²⁸⁴ Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 15 GRC, Rdn. 42–43; Frenz 2009, Rn. 656.

¹²⁸⁵ Vgl. vorstehend Abschnitt I.C.3.c) (1)–(4).

Finanzmarktforschung und die Marktpraxis einbezogen¹²⁸⁶. Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 sind daher von dem Bemühen getragen, den mit der Durchführung von Leerverkäufe zusammenhängenden Risiken entgegenzuwirken, ohne dabei die Marktliquiditäts- und effizienzsteigernde Wirkung dieser Handelsmodalität zu sehr zu beeinträchtigen¹²⁸⁷. Unter Berücksichtigung des von dem europäischen Gesetzgeber vorgenommenen Abwägungsprozesses, der Komplexität der zu regulierenden Materie und der dem Unionsgesetzgeber bei der Regulierung komplexer wirtschaftspolitischer Sachverhalte zustehenden weiten Entscheidungs- und Prognosespielräume, sind die leerverkaufsbeschränkenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 als *geeignet* im Sinne der vorstehend skizzierten Rechtsprechung des EuGH zu beurteilen.

Erforderlichkeit: Eine Maßnahme ist erforderlich, soweit das angestrebte Ziel nicht mit einem weniger grundrechtsinvasiven Mittel ebenso effektiv erreichbar ist¹²⁸⁸. Auch im Rahmen der Erforderlichkeitsprüfung gesteht der EuGH dem europäischen Gesetzgeber einen weiten Prognose- und Beurteilungsspielraum zu¹²⁸⁹. Im vorliegenden Fall hatte der europäische Gesetzgeber – wie im Vorstehenden skizziert – eine ausgesprochen komplexe wirtschaftspolitische Thematik zu entscheiden, hinsichtlich derer sich auch die Finanzmarktwissenschaft noch kein abschließendes Urteil gebildet hat. Darüber, ob eine weniger weitreichende Regulierung von Aktienleerverkäufen, als sie durch die Verordnung (EU) 236/2012 erfolgte, nicht ebenso wirksam das angestrebte Regulierungsziel erreicht hätte, mag man streiten. Denkbar wäre etwa die Beschränkung der Leerverkaufsregulierung auf die Transparenzvorschriften der Art. 5-6 Verordnung (EU) 236/2012 sowie ggf. die ergänzende Einführung einer Echtzeit-Markierung von Short-Transaktionen (flagging) oder die Einführung einer Uptick-Rule¹²⁹⁰ nach US-amerikanischen Vorbild. Auf diese Weise hätte ggf. das in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 enthaltene weitgehende Verbot ungedeckter Leerverkäufe vermieden werden können. Der europäische Gesetzgeber hat die vorstehend

¹²⁸⁶ So führte die Kommission vom 14. Juni – 10. Juli 2010 eine öffentliche Anhörung zu der geplanten Leerverkaufsregulierung durch, in deren Verlauf 120 Stellungnahmen aus Wissenschaft und Marktpraxis entgegengenommen wurden. Vgl. Europäische Kommission 15.09.2010a, S. 4.

¹²⁸⁷ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund (5).

¹²⁸⁸ Frenz 2009, Rn. 2638–2639; Cornils in: Hatje et al. 2013–, § 2, Rdn. 111.

¹²⁸⁹ Cornils in: Hatje et al. 2013–, § 5; Rdn. 111; Vielfach beschränkt der EuGH seine Verhältnismäßigkeitsprüfung ohnehin auf die Frage, ob ein Grundrechtseingriff „nicht einen im Hinblick auf den verfolgten Zweck unverhältnismässigen, nicht tragbaren Eingriff darstellen, der die so gewährleisteten Rechte in ihrem Wesensgehalt antastet“. Vgl. etwa EuGH, Urteil vom 11. 7. 1989 – C-265/87, Slg. 1989, 2237, Rdn. 15; Kritisch zu der durch den BGH vorgenommenen Kontrolldichte Stein, EuZW 1998, 261, 262. Zu der sehr zurückgenommenen Kontrolldichte bei der Verhältnismäßigkeitsprüfung von Grundrechtseinschränkungen durch den EuGH vgl. auch Volz in: Vedder 2012, Art. 16 GRC, Rdn. 12.

¹²⁹⁰ Eine Uptick-rule erlaubt Leerverkäufe nur bei steigenden Kursen.

skizzierten Regulierungsalternativen in seine Abwägungen eingestellt. Eine Echtzeit-Markierung von Short Positionen (flagging) und die Einführung einer Uptick-Rule wurden im Vorfeld der europäischen Leerverkaufsregulierung von der ESME¹²⁹¹ in Erwägung gezogen aber letztlich als in der Implementierung zu aufwendig und kostenintensiv verworfen¹²⁹². Angesichts der vom europäischen Gesetzgeber vorgenommenen umfassenden Prüfung der zur Auswahl stehenden Regulierungsalternativen, der Beteiligungsmöglichkeiten aller von der Leerverkaufsregulierung betroffenen Marktakteure¹²⁹³, der sich im Fluss befindenden wissenschaftlichen Forschung hinsichtlich der Auswirkungen verschiedener Regulierungsalternativen¹²⁹⁴ auf unterschiedliche Parameter von Wertpapierkursen¹²⁹⁵ und des dem europäischen Gesetzgeber bei seinem Wirken zustehenden weiten Prognose- und Entscheidungsspielraums ist anzunehmen, dass dem europäischen Gesetzgeber eine weniger grundrechtsinvasive, gleich wirksame Regulierungsalternative nicht zur Verfügung stand. Die Transparenzvorschriften und das Verbot ungedeckter Leerverkäufe der Verordnung (EU) 236/2012 sind damit auch als *erforderlich* zu bewerten.

Angemessenheit: Nach der Rechtsprechung des EuGH darf eine Grundrechtsbeschränkung „nicht einen im Hinblick auf den verfolgten Zweck unverhältnismäßigen (...) Eingriff darstellen“¹²⁹⁶. Die auferlegten Belastungen müssen in einem angemessenen Verhältnis zu den angestrebten Zielen stehen¹²⁹⁷. Im vorliegenden Fall wird Investoren und Wertpapierdienstleistern durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 die Durchführung ungedeckter Aktienleerverkäufe untersagt. Gedeckte Aktienleerverkäufe können weiterhin getätigt werden. Short-Transaktionen in Aktien bleiben damit grundsätzlich möglich – wenn auch ggf. zu etwas höheren Preisen und in Einzelfällen auch in eingeschränkten

¹²⁹¹ European Securities Markets Expert Group. Die ESME wurde im Jahr 2006 auf Entscheidung der Europäischen Kommission gegründet (Commission Decision 2006/288/Ec of 30 March 2006 (OJ L 106, 19.4.2006, p.14). Bis zu ihrer Auflösung im Dezember 2009 beriet sie die EU-Kommission bei ökonomischen und juristischen Sachverhalten.

¹²⁹² European Securities Markets Expert Group (2009b, S. 4, Rdn. viii).

¹²⁹³ So führte die Kommission vom 14. Juni – 10. Juli 2010 eine öffentliche Anhörung zu der geplanten Leerverkaufsregulierung durch, in deren Verlauf 120 Stellungnahmen aus Wissenschaft und Marktpraxis entgegengenommen wurden. Vgl. Europäische Kommission 15.09.2010a, S. 4.

¹²⁹⁴ Folgende Regulierungsalternativen standen zur Auswahl: Verbot ungedeckter Leerverkäufe, Verbot gedeckter & ungedeckter Leerverläufe, Einführung von Meldepflichten für Netto-Leerverkaufspositionen, Einführung von Echtzeit-Markierungen für short-Transaktionen (flagging), Einführung einer Uptick-Rule (hier kommen unterschiedliche Modalitäten in Betracht), Einführung von automatisch bei definierten Kursverlusten eingreifenden Leerverkaufsverboten (circuit breaker). Die vorstehend genannten Maßnahmen können einzeln oder in verschiedenen Kombinationsmodellen eingeführt werden.

¹²⁹⁵ Beispielhaft genannt seien in diesem Zusammenhang nur Liquidität, Effektivität der Preisfindung, Kurs- und Marktstabilität.

¹²⁹⁶ EuGH, 05.10.1994 - C-280/93, Slg. 1994, I-4973, Rdn. 78; Frenz 2009, Rn. 660–662.

¹²⁹⁷ EuGH, 11.07.1989 - 265/87, Slg. 1989, 2237, Rdn. 21.

Quantitäten.¹²⁹⁸ Die Transparenzpflichten der Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 beeinträchtigen nicht die Durchführbarkeit von Leerverkaufstransaktionen. Sie verursachen allerdings bei den ausführenden Wertpapierdienstleistern einen gewissen Verwaltungsaufwand und erhöhen so ggf. die anfallenden Transaktionskosten¹²⁹⁹.

Den vorstehend skizzierten Handelseinschränkungen steht das Allgemeinwohlinteresse, eines EU-weit ordnungsgemäß funktionierenden, stabilen und transparenten Wertpapiermarktes gegenüber¹³⁰⁰. Diese widerstreitenden Interessen hatte der europäische Gesetzgeber bei Erlass der Verordnung (EU) 236/2012 gegeneinander abzuwägen. Angesichts der überragenden Bedeutung stabiler und transparenter Wertpapiermärkte für alle Staaten der Europäischen Union und der andererseits fortbestehenden Möglichkeit, (gedeckte) Aktienleerverkäufe weiterhin durchzuführen, sind die Leerverkaufsbeschränkungen der Art. 5, 6 und 12 Verordnung (EU) 236/2012 als *angemessen* zu bewerten.

d) Ergebnis zur Berufsfreiheit (Art. 15 GRC)

Die in den Art. 5, 6 und 12 der Verordnung (EU) 236/2012 angelegten Einschränkungen der beruflichen Betätigungsmöglichkeiten von Investoren und Wertpapierdienstleistern sind als verhältnismäßige Schutzbereichseingriffe zu qualifizieren. Sie verstoßen nicht gegen die europäische Berufsfreiheit des Art. 15 Abs. 1 GRC.

4. Unternehmerische Freiheit (Art. 16 GRC)

Die durch Art. 16 GRC geschützte unternehmerische Freiheit ist eine Teilausprägung der Berufsfreiheit¹³⁰¹. Der personale Schutzbereich umfasst sowohl natürliche, wie auch juristische Personen. Auch in einem Mitgliedsstaat der EU tätige Drittstaatenangehörige

¹²⁹⁸ Ein Verbot ungedeckter Aktienleerverkäufe kann zu einer erhöhten Nachfrage am Wertpapierleihemarkt und damit zu steigenden Preisen für Wertpapierdarlehen führen. Dadurch können die Kosten für Leerverkäufe ansteigen. Zu einer quantitativen Beschränkungen kann ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe insofern führen, als gedeckte Aktienleerverkäufe nur in einem Umfang durchgeführt werden können, in dem die leer verkauften Wertpapiere mittels Wertpapierdarlehen beschaffen werden können. Vor allem bei eher schwach kapitalisierten Aktientiteln kann es geschehen, dass die zur Deckung einer Short-Transaktion benötigten Aktientitel nicht entleihbar sind, so dass der Leerverkauf nicht oder nicht in dem beabsichtigten Umfang durchgeführt werden kann.

¹²⁹⁹ Die EU-Kommission veranschlagte 2010 die durch die Transparenzvorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 verursachten Compliance-Kosten auf EU-weit einmalig 137 Millionen EUR (Einrichtungskosten) und die jährliche Betriebskosten der erforderlichen compliance-Systeme auf ca. 13,7 Millionen Euro (ebenfalls EU-weit). Vgl.: European Commission 2010, S. 70.

¹³⁰⁰ Vgl. insoweit Erwägungsgrund (2) Verordnung (EU) 236/2012.

¹³⁰¹ Streinz in: Streinz et al. 2012, Art. 16 GRC, Rdn. 1; Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, Art.16, Rdn. 1.

genießen den Grundrechtsschutz des Art. 16 GRC, ohne dass die Norm einen Anspruch auf Zugang zum Binnenmarkt vermitteln würde¹³⁰². Der sachliche Schutzbereich des Art. 16 GRC schützt die unternehmerische Betätigung, d.h., das von einer gewissen Dauerhaftigkeit und einer Erwerbsabsicht getragene Anbieten von Gütern und Dienstleistungen auf einem bestimmten Markt¹³⁰³. Hinsichtlich des persönlichen und des sachlichen Schutzbereichs ergeben sich damit hinsichtlich der für die vorliegenden Arbeit relevanten Personen und Tätigkeiten keine Unterschiede zu dem vorstehend geprüften Grundrecht der Berufsfreiheit: Sowohl selbstständig agierende Investoren, als auch die Durchführung von Leerverkäufen anbietende Wertpapierdienstleister können sich auf den Schutz der unternehmerischen Freiheit gemäß Art. 16 GRC berufen.

Die Einschränkung der unternehmerischen Freiheit und die derartige Einschränkungen tragenden Rechtfertigungsgründe entsprechen denen des Art. 15 GRC¹³⁰⁴. Damit kann hinsichtlich dieser Prüfungspunkte auf die vorstehend unter Ziffer IV.C.3.c) getätigten Ausführungen verwiesen werden. Der durch die Art. 5, 6 und 12 der Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommene Eingriff in die unternehmerische Freiheit von selbstständig agierenden Leerverkäufern und Wertpapierdienstleistern stellt sich als eine verhältnismäßige und damit zulässige Beschränkung des Art. 16 GRC dar.

5. Eigentumsfreiheit (Art. 17 GRC)

Mittels Leerverkäufen lassen sich – unter Inkaufnahme erheblicher Verlustrisiken – beachtliche Gewinne realisieren. Diese Erwerbschancen können ggf. den Schutz des Art. 17 GRC genießen.

Neben der Berufs- und der unternehmerischen Freiheit ist die Eigentumsfreiheit des Art. 17 das dritte zentrale wirtschaftsbezogene Grundrecht der GRC¹³⁰⁵. Der persönliche Schutzbereich des Art. 17 GRC umfasst – unabhängig von ihrem Sitz – natürliche und

¹³⁰² Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 16 GRC, Rdn. 6.

¹³⁰³ Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 16 GRC, Rdn. 7; Versteht man – wie wohl die überwiegende Zahl der Kommentatoren und wie auch der Verfasser dieser Arbeit – die unternehmerische Freiheit als Teilausprägung der von Art. 15 GRC geschützten Berufsfreiheit, so kommt Art 16 GRC eine eher deklaratorische Bedeutung zu. Mit Art. 16 GRC soll klar gestellt werden, dass auch in Selbstständigkeit erbrachte Tätigkeiten (die aber nach zutreffender Auffassung bereits durch Art. 15 GRC geschützt werden) den Schutz der GRC genießen. Ausführlich zur Genese des Art. 16 GRC: Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 16 GRC, Rdn. 4.

¹³⁰⁴ Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, Art. 16 GRC, Rdn. 10; Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, S. Art. 16 GRC, Rdn. 5-6; Ruffert/Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 16 GRC, Rdn. 4-5.

¹³⁰⁵ Schwarze in: Schwarze und Becker 2012, Art. 17 GRC, Rdn. 1.

juristische Personen des Privatrechts¹³⁰⁶. Der sachliche Schutzbereich der Eigentumsfreiheit umfasst das Sacheigentum, Forderungs- und auch geistige Eigentumsrechte. Nicht erfasst vom sachlichen Schutzbereich des Art. 17 GRC sind dagegen das Vermögen, kaufmännische Interessen oder bloße Gewinnaussichten¹³⁰⁷. Bei mittels Leerverkäufen generierten Einnahmen handelt es sich aufgrund der Ungewissheit dieser Einnahme um bloße Gewinnaussichten. Derartige Positionen unterfallen nicht dem Eigentumsschutz des Art. 17 GRC. Die leerverkaufsbeschränkenden Art. 5, 6 oder 12 Verordnung (EU) 236/2012 beeinträchtigen folglich nicht die europarechtlich geschützte Eigentumsfreiheit von Aktienleerverkäufen oder Wertpapierdienstleistern.

6. Zwischenergebnis zur Prüfung der EU-Grundrechte

Die Aktienleerverkäufe beschränkenden Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 verletzen nicht die europäischen Grundrechte der Artikel 8, 15, 16 und 17 GRC.

D. Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit europäischem Primärrecht. Ergebnis

Die Verordnung (EU) 236/2012 wurde unter Beachtung des Subsidiaritätsgrundsatzes (Art. 5 Abs. 3 EUV) sowie des Verhältnismäßigkeitsgebotes (Art. 5 Abs. 4 EUV) auf der kompetenziell zutreffenden Grundlage der Binnenmarktharmonisierungskompetenz des Art. 114 AEUV erlassen. Die leerverkaufsbeschränkenden Vorschriften der Verordnung verletzen weder die europäischen Grundfreiheiten, noch die in der Charta der Grundrechte der Europäischen Union (GRC) verbürgten europäischen Grundrechte.

Allerdings verstößt die durch Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 der ESMA eingeräumte Eingriffskompetenz gegen europäisches Primärrecht. Zu beanstanden ist in diesem Zusammenhang namentlich die Übertragung weitreichender politischer Ermessensentscheidungen sowie von Exekutivbefugnissen – etwa die Befugnis, gegenüber Marktteilnehmern Einzelfallbeschlüssen zu erlassen¹³⁰⁸ – auf die ESMA. Der EuGH hat allerdings in einer Anfang 2014 ergangenen Entscheidung die Vereinbarkeit von Art. 28 der

¹³⁰⁶ Wollenschläger, Groeben et al. 2015, Art. 17 GRC, Rdn. 8; Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, Art. 17 GRC, Rdn. 4.

¹³⁰⁷ Calliess in: Calliess und Ruffert 2011, S. Art. 17 GRC, Rdn. 7-8; Wollenschläger in: Streinz et al. 2012, Art. 17 GRC, Rdn. 6,8; Wollenschläger in: Groeben et al. 2015, S. Art. 17 GrC, Rdn. 13-14.

¹³⁰⁸ Vgl. diesbezüglich Verordnung (EU) 236/2012, Erwägungsgrund Nr. 34.

Verordnung (EU) 236/2012 mit europäischem Primärrecht festgestellt, so dass dieses Frage – jedenfalls bis zu einem theoretisch denkbaren Erlass gegenteiliger Entscheidungen nationaler Verfassungsgerichte auf Grundlage der europarechtlichen ultra-vires-Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts – in der Rechtspraxis bis auf Weiteres geklärt ist¹³⁰⁹.

Hinsichtlich der Vereinbarkeit der Verordnung (EU) 236/2012 mit europäischem Primärrecht bestehen damit – mit Ausnahme der in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 zugunsten der ESMA statuierten Eingriffskompetenzen – keine Bedenken.

¹³⁰⁹ Eine an der vom Bundesverfassungsgericht im Maastricht Urteil (BVerfGE 89, 155) entwickelten Ultra-vires-Rechtsprechung angelehnte Kontrolle europäischer Rechtsakte behalten sich auch andere europäische Verfassungsgerichte, so etwa der Verfassungsgerichtshof der Republik Polen (*Trybunał Konstytucyjny*) sowie das Verfassungsgericht der Tschechischen Republik (*Ústavní soud České republiky*) vor. Vgl. Voßkuhle 2012, S. 16–18.

V. Beurteilung der EU-Leerverkaufsregulierung aus rechtsökonomischer Perspektive

Zentrales Ziel jeder Kapitalmarktgesetzgebung ist die Gewährleistung einer effektiven Kapitalallokation an den Wertpapiermärkten¹³¹⁰. Effektive Wertpapiermärkte zeichnen sich durch Liquidität, Informationseffizienz, Transparenz und Integrität (Anlegerschutz) aus¹³¹¹. Die Angemessenheit der EU-Leerverkaufsregulierung aus rechtsökonomischer Sicht beurteilt sich danach, ob die Vorschriften der Verordnung mit den vorstehend genannten grundlegenden Zielen der Kapitalmarktgesetzgebung vereinbar sind.

A. Transparenzvorschriften

Mittels der in den Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 23/2012 niedergelegten Melde- und Offenlegungspflichten signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen soll die Informationseffizienz, Transparenz und Integrität der europäischen Wertpapiermärkte gestärkt werden¹³¹². Angesichts der zahlreichen im Zusammenhang mit den Kursstürzen der Finanzmarktkrise 2007-2008 gegen Leerverkäufer erhobenen Vorwürfe¹³¹³ – die auch mangels einer ausreichenden Markttransparenz nicht verifizierbar waren¹³¹⁴ – ist der mit den Transparenzvorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 verfolgte Ansatz einer Verbesserung der Markttransparenz folgerichtig.

Aus rechtsökonomischer Perspektive sind die Melde- und Offenlegungspflichten der Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012 hinsichtlich signifikanter Netto-Leerverkaufspositionen vertretbar, wenn die positiven Auswirkungen dieser Transparenzpflichten die negativen Auswirkungen überwiegen.

¹³¹⁰ Zur Allokationsfunktion als der wichtigsten Funktion moderner Kapitalmärkte vgl. Fülbi 1998, S. 141–142.

¹³¹¹ Vgl. Weidmann 2014, Nr. 3.

¹³¹² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 7.

¹³¹³ Hinsichtlich einer Mitschuld von Leerverkäufern an den Kurseinbrüchen der US-Investmentbanken Lehman Brothers und Bear Stearns im Jahr 2008 vgl. Taibbi 2010; Saporito 2008a.

¹³¹⁴ So gelangte eine von *Vikas Raman* und *Veljko Fotak* durchgeführte Studie zu dem Ergebnis, dass größere Lieferversagen (fail to deliver) bei Lehman Brothers und anderen Finanzinstituten erst auftraten, nachdem diese bereits öffentlich schwere Liquiditätsschwierigkeiten eingeräumt hatten. Ungedeckte Leerverkäufe – die häufig mit Lieferversagen assoziiert werden – haben nach Raman und Fotak demnach nicht zu den Liquiditätsproblemen der betroffenen Finanzinstitute geführt. Vgl. University of Warwick 2015; Fotak et al. 2014a.

Eine Verbesserung der Transparenz von Short-Transaktionen wurde von Wissenschaft, Aufsichtspraxis und vielfach auch von Marktteilnehmern seit Langem gefordert¹³¹⁵. Der von dem europäischen Gesetzgeber gewählte Ansatz eines zweistufigen Leerverkaufspositions-Meldesystems¹³¹⁶ ermöglicht es den Aufsichtsbehörden, frühzeitig signifikante Leerverkaufspositionen zu erkennen und, soweit erforderlich, Ermittlungen oder Gegenmaßnahmen einzuleiten. Die Offenlegung von Leerverkaufspositionen gegenüber der Marktöffentlichkeit gemäß Art. 6 Verordnung (EU) 236/2012 trägt zu einer Verbesserung der Informationseffizienz und damit zu einer effektiven Preisfindung an den europäischen Aktienmärkten bei. Allerdings ist die Verpflichtung zur Offenlegung signifikanter Leerverkaufspositionen nicht unumstritten. Hedgefonds und Berufsverbände kritisieren, dass hierdurch anderen Investoren geheime Anlagestrategien bekannt werden oder Leerverkäufer von anderen Marktteilnehmern in short-squeezes getrieben werden könnten¹³¹⁷. Diese Bedenke sind zwar nachvollziehbar. Dem Geheimhaltungsinteresse der Leerverkäufer steht aber das Allgemeininteresse möglichst informationseffizienter Aktienmärkte gegenüber. Zudem kann die Veröffentlichung signifikanter Leerverkaufspositionen das Anlegervertrauen stärken, da die Marktteilnehmer dann positiv wissen, ob und in welchem Umfang bestimmte Aktientitel leer verkauft werden, was wiederum dem Entstehen von Gerüchten und Panikreaktionen vorbeugen kann. Auch kann eine Meldepflicht größerer Netto-Short-Positionen allzu exzessiven Baisse-Spekulationen entgegenwirken, da Leerverkäufer ggf. eine Veröffentlichung ihrer Leerverkaufspositionen scheuen werden¹³¹⁸. Dass eine Offenlegungspflicht größerer Netto-Short-Positionen gegenüber der Marktöffentlichkeit

¹³¹⁵ Zlotnikova 2010, S. 967 & 995–996; McGavin 2010, S. 237; Brenner und Subrahmanyam, S. 5; im Rahmen einer im Jahr 2009 von der britischen Finanzmarktaufsicht Financial Services Authority (FSA) durchgeführten Konsultation hatte sich die Mehrheit der Marktteilnehmer – darunter auch mehrere Fachverbände – für eine Beibehaltung eines den späteren EU-Transparenzvorschriften ähnelnden short-position reporting ausgesprochen. Vgl. Financial Services Authority, Rn. 2.3; Auch die *Australian Financial Markets Association (AFMA)* – der führende Berufsverband australischer Wertpapierhändler – sprach sich bereits im Jahr 2008 für eine Verbesserung der Markttransparenz durch Einführung eines short-position-reporting Systems aus. Vgl. Australian Financial Markets Association 2008.

¹³¹⁶ Meldung von Netto-Short-Positionen in Höhe von 0,2% des Aktienkapitals einer Gesellschaft an die zuständige Marktaufsichtsbehörde und Offenlegung der von Netto-Short Positionen, die 0,5% des Aktienkapitals einer Gesellschaft erreichen gegenüber der Öffentlichkeit. Vgl. Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012.

¹³¹⁷ Für eine ausführliche Darstellung der mit einer Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen einhergehenden Vorteile und Risiken vgl. McGavin 2010, S. 235; Vgl. ferner die kritische Stellungnahme des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI) zu den in Deutschland im Jahr 2010 durch das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte* eingeführten, ebenfalls eine Offenlegung größerer Netto-Short-Positionen gegenüber der Marktöffentlichkeit anordnenden Transparenzregime Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) 2010, S. 5–7.

¹³¹⁸ McGavin 2010, S. 235–237; Financial Services Authority 2009a, Rn. 5.28.

Leerverkäufer aus den Markt treiben und dadurch die Marktliquidität vermindern könnte¹³¹⁹, ist bislang nicht erwiesen¹³²⁰. Zu beachten ist zudem, dass auch andere Jurisdiktionen (Australien, Japan, Honkong) dem europäischen Transparenzsystem ähnliche Melde- und Offenlegungspflichten eingeführt haben¹³²¹ und dass vor Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung in Großbritannien¹³²² und in Deutschland¹³²³ vergleichbare Transparenzsysteme bestanden, die unter den Marktteilnehmern weitgehende Akzeptanz genossen¹³²⁴. Bedenken hinsichtlich der mit einer Melde- und Offenlegungspflicht signifikanter Leerverkaufspositionen verbundenen Kosten haben Marktteilnehmer dabei nicht geäußert¹³²⁵.

Zu beachten ist, dass das in den Mitgliedstaaten der EU gemäß der Art. 5 ff Verordnung (EU) 236/2012 zur Anwendung kommende short-position-reporting nicht in Echtzeit – also sofort bei Etablierung einer short-position – sondern erst am folgenden Handelstag um 15.30 Uhr erfolgen muss¹³²⁶. Ein in Echtzeit durchzuführendes short-position reporting würde den zuständigen Marktaufsichtsbehörden eine noch engmaschigere Marktüberwachung

¹³¹⁹ In diesem Sinne argumentierte der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) im Jahr 2010 gegen die Einführung einer dem europäischen Transparenzsystem vergleichbaren Regelung durch den deutschen Gesetzgeber Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) 2010, S. 5–7.

¹³²⁰ Vielfach haben Leerverkäufer auch ein Interesse daran, dass ihre negativen Einschätzungen der Marktöffentlichkeit bekannt werden, damit sich die von ihnen erwarteten Kursrückgänge auch einstellen. So teilt der prominente Leerverkäufer Jim Chanos häufig mit, gegen welche Unternehmen oder Staaten er mittels Short-Transaktionen wettet. Im Oktober 2014 teilte er bspw. mit, gegen die auf Glücksspiel spezialisierte chinesische Sonderverwaltungszone Macau zu wetten. Forgiere 28.10.2014.

¹³²¹ In Japan sind – ebenso wie in der EU – Leerverkaufspositionen ab einer Höhe von 0,2% des Aktienkapitals des leer verkauften Unternehmens meldepflichtig. Bei Erreichen von 0,5% des Aktienkapitals des leer verkauften Unternehmens erfolgt eine Offenlegung der Leerverkaufsposition gegenüber der Marktöffentlichkeit. Vgl. Japan Exchange Group Inc. 2015; In Australien sind der australischen Finanzmarktaufsichtsbehörde *Australian Securities & Investments Commission (ASIC)* sowohl Leerverkaufstransaktionen (*short sale transaction reporting*) wie auch Leerverkaufspositionen (*short position reporting*) zu melden. Australian Securities and Investments Commission 2011; In Honkong durchgeführte Leerverkäufe sind ab Erreichen eines Grenzwertes von 0,02 des Aktienkapitals des leer verkauften Unternehmens (bzw. von 30 Millionen HK\$) meldepflichtig. Allerdings betrifft die Meldepflicht nur von der Finanzmarktaufsicht *Securities and Futures Commission (SFC)* spezifizierte Aktientitel. Im Mai 2016 waren ca. 140 Aktientitel –überwiegend Finanzmarkttitel – von dieser Meldepflicht betroffen. Vgl. Linklaters 2012.

¹³²² Vgl. vorstehend Abschnitt II.C.2.b) (2) ff.

¹³²³ Vgl. vorstehend Abschnitt II.D.2.c).

¹³²⁴ Hinsichtlich des britischen short-position reporting vgl. Financial Services Authority, Rn. 2.3; Hinsichtlich des deutschen Transparenz-Systems vgl. bspw. Bund der Deutschen Industrie 2010, S. 4; Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen 2010, S. 11; Deutscher Derivate Verband e.V. 2010, S. 1.

¹³²⁵ Eine Zusammenstellung der im Rahmen der Beratungen über das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte* eingegangenen Stellungnahmen von Marktteilnehmern findet sich unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/47/Gesetz_zur_Vorbeugung_gegen_missbr%C3%A4uchliche_Wertpapier-_und_Derivategesch%C3%A4fte.htm (Stand: 28.05.2016). Kostenaspekte werden im Rahmen dieser Stellungnahmen nicht oder allenfalls in Detailfragen (Meldefristen werden als zu kurz kritisiert oder es wird, angesichts der sich zum damaligen Zeitpunkt absehbaren europäischen Leerverkaufsregulierung, vor vermeidbaren Umstellungskosten gewarnt) angesprochen.

¹³²⁶ Vgl. Art. 9 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012.

ermöglichen und möglicherweise manipulativen Leerverkäufen noch effektiver entgegenwirken, als die aktuell zur Anwendung kommenden Transparenzvorschriften. Allerdings wäre ein solches short-position reporting in Echtzeit für Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden wohl auch mit erheblichen Implementierungs- und Betriebskosten verbunden. Es erscheint zweifelhaft, ob der aufsichtsrechtliche Zusatznutzen eines Echtzeit-Reporting derart erhöhte Aufwendungen rechtfertigen könnte¹³²⁷.

Das in der EU eingeführte short-position reporting hat sich nach Einschätzung der ESMA und der nationalen Finanzmarktaufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten bewährt¹³²⁸. Die von dem europäischen Gesetzgeber mit der Einführung der Leerverkaufstransparenzvorschriften verfolgte Zielsetzung – die Verbesserung der Integrität und Transparenz und eine Stärkung der Informationseffizienz europäischer Aktienmärkte¹³²⁹ – wird durch das von den Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 etablierte zweistufige Meldesystem erreicht. Der Verzicht auf eine Meldung von Leerverkaufspositionen in Echtzeit trägt dem Interesse der Marktteilnehmer, nicht mit übermäßig kostenintensiven Transparenzanforderungen belastet zu werden, in angemessener Weise Rechnung. Hinweise, die auf eine Verfehlung des durch den europäischen Gesetzgeber verfolgten Ziels hindeuteten oder die eine unverhältnismäßige Behinderung von Leerverkäufern durch diese Meldepflichten befürchten lassen, liegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht vor. Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen und der breiten Akzeptanz des aktuell in den Mitgliedsstaaten der EU zur Anwendung kommenden Transparenz-Regeln seitens der Marktteilnehmer und der Aufsichtsbehörden, erscheinen die Melde- und Offenlegungspflichten der Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012 auch aus rechtsökonomischer Perspektive vertretbar und angemessen.

Bedauerlich ist, dass sich die Europäische Union und die USA nicht zu einem abgestimmten Vorgehen entschließen konnten: Während die US-amerikanische Gesetzgebung auf eine Markierung von Short-Transaktionen – das so genannte „flagging“ – setzt, sind in der EU grenzwertüberschreitende Netto-Short-Positionen den Marktaufsichtsbehörden zu melden bzw. der Marktöffentlichkeit gegenüber offen zu legen („short-position reporting“). Die

¹³²⁷ Die US-Finanzmarktaufsicht SEC hat in einer im Jahr 2014 erstellten Studie für US-Handelsplätze die Einführung eines short-position reporting in Echtzeit erwogen, dies dann aber – vor allem aufgrund der mit der Einführung eines solchen Echtzeit-Reporting voraussichtlich bei Marktteilnehmern anfallenden hohen Implementierungskosten – verworfen. Für Ausübung einer effektiven Marktaufsicht – namentlich für die Untersuchung missbräuchlicher Transaktionen – sind nach Einschätzung der SEC in Echtzeit erhobene Handelsdaten zudem regelmäßig nicht erforderlich. Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 112.

¹³²⁸ European Securities and Markets Authority 2013, S. 9 ff.

¹³²⁹ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung 7.

Einführung eines „short-position reporting“ nach EU-Vorbild lehnte die die US-Finanzmarktaufsicht jüngst mit der Begründung ab, dass ein solches Meldesystem aus aufsichtsrechtlicher Sicht wenig hilfreich und für die Marktteilnehmer mit unverhältnismäßigen Kosten verbunden sei¹³³⁰. Ebenfalls auf Grundlage von Kostenerwägungen hatte sich die Europäische Zentralbank vor Einführung der EU-Leerverkaufsverordnung gegenüber der Europäischen Kommission gegen ein “flagging“ von Leerverkaufspositionen nach US-Vorbild ausgesprochen¹³³¹. Die Chance, ein global oder zumindest zwischen der EU und den USA koordiniertes Transparenz-Regime für Aktienleerverkäufe zu schaffen – das von Finanzmarktwissenschaftlern, Marktteilnehmern und Interessenverbänden vorwiegend aus Effizienzgründen seit Jahren gefordert wird¹³³² – wurde folglich bis auf Weiteres vertan.

B. Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe

Die durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 eingeführten weitgehenden Beschränkungen ungedeckter Leerverkäufe dienen dazu, Markvolatilitäten zu minimieren und die Erfüllungsdisziplin bei Short-Transaktionen zu stärken¹³³³. Damit ist die Leerverkaufsbeschränkung des Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 auf eine Stärkung der Marktintegrität gerichtet. Der von dem europäischen Gesetzgeber gewählte Ansatz, dieses Ziel durch eine weitgehende Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe zu erreichen, entspricht einem nach der Finanzmarktkrise 2008 weltweit zu beobachtenden Trend: So wurden bspw. auch in Australien, in Japan und an den Börsen in Hong Kong und Shanghai ungedeckte Aktienleerverkäufe dauerhaft untersagt¹³³⁴. In den USA wurde die Durchführbarkeit ungedeckter Leerverkäufe bereits im Jahr 2005 mit der *Rule 203 Regulation SHO* erheblichen Einschränkungen unterworfen, die während der Finanzmarktkrise 2008 durch die Rules 204t und 204 der Regulation SHO noch weiter verschärft wurden¹³³⁵.

¹³³⁰ Vgl. U.S. Securities and Exchange Commission 2014, S. 16 ff & 114 ff.

¹³³¹ European Central Bank 2010

¹³³² Vgl. Zlotnikova 2010, S. 995–996; McGavin 2010, S. 237; Investment Company Institute 2009; International Securities Lending Association 2009, S. 1.

¹³³³ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Borbemerkung Nr. 18.

¹³³⁴ In Australien wurden ungedeckte Aktienleerverkäufe bereits im September 2008 untersagt. Vgl. Australian Securities Exchange 19.09.2008 vgl. ferner Ashurst Australia 2013; Hinsichtlich des Verbotes ungedeckter Aktienleerverkäufe an japanischen Wertpapierbörsen vgl. Osborn 2013; Hinsichtlich des Verbotes ungedeckter Aktienleerverkäufe an den Wertpapierbörsen von Hong Kong und Shanghai vgl. Lam und Marr 2015.

¹³³⁵ Vgl. vorstehend Abschnitt II.B.3.a)(3) und Abschnitt II.B.4.c).

Inwieweit die durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 eingeführten Beschränkungen ungedeckter Leerverkäufe aus rechtsökonomischer Sicht vertretbar ist, hängt davon ab, ob die mit einem solchen Leerverkaufsbeschränkungen einhergehenden ökonomischen Vorteile die Nachteile überwiegen. Durch die Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe nach Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 sollen Abwicklungsrisiken – insbesondere dem Auftreten von Lieferversagen – entgegengewirkt und Marktvolatilitäten minimiert werden¹³³⁶. Dass durch eine Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe grundsätzlich dem Auftreten von Lieferversagen entgegengewirkt werden kann, hat die US-amerikanische Marktaufsicht SEC in einer im Jahr 2006 durchgeführten Studie belegen können¹³³⁷. Allerdings lassen sich die an US-amerikanischen Handelsplätzen gewonnenen Erkenntnisse der SEC nicht ohne weiteres auf europäische Handelsplätze übertragen: So sind bspw. Aktiengeschäfte an deutschen Wertpapierbörsen bereits seit vielen Jahren strengen börslichen Erfüllungs- und Zwangseindeckungsregeln unterworfen, so dass hier Lieferverzögerungen („fail to deliver“), wie sie an US-amerikanischen Wertpapierbörsen noch im Jahr 2006 durchaus häufig auftraten, bereits vor Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung nicht üblich waren¹³³⁸. Dementsprechend sprach sich die Börse Stuttgart – laut Selbstbeschreibung „die führende Privatanlegerbörse in Deutschland“ – anlässlich einer im Jahr 2010 zu dem Entwurf für das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte* durchgeführten Marktbefragung dezidiert unter Hinweis auf die bestehenden Börsenregeln gegen ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe aus¹³³⁹. Jedenfalls an deutschen Handelsplätzen bestand folglich nicht das Bedürfnis, Lieferversagen mittels eines Verbotes ungedeckter Aktienleerverkäufen entgegenzuwirken. In einer im Jahr 2010 vor Ausarbeitung der EU-Leerverkaufsverordnung von der Europäischen Kommission erstellten Folgenabschätzung räumte die Kommission zudem ein, über keine belastbaren Daten hinsichtlich der Häufigkeit

¹³³⁶ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 18.

¹³³⁷ Zu den in der Vergangenheit an US- Wertpapiermärkten in größerem Umfang auftretenden Lieferverzögerungen bei Wertpapiergeschäften vgl. vorstehend Abschnitt II.B.3.a)(3).

¹³³⁸ So sahen bereits die §§ 13-14 der *Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse* vom 01. November 2007 eine konsequente Zwangseindeckung nicht rechtzeitig erfüllter Wertpapiergeschäfte vor. Vgl. Frankfurter Wertpapierbörse Stand: 2007.

¹³³⁹ Stellungnahme der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse gegenüber dem Finanzausschuss bezüglich des durch das *Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte* eingeführten Verbotes ungedeckter Aktienleerverkäufe: „Für ein umfassendes gesetzliches Verbot von ungedeckten Leerverkäufen besteht keine Veranlassung, denn es besteht bereits ein ausreichender börslicher Regulierungsrahmen. Die Anwendung dieser bereits erprobten Regelungen kann durch eine Konzentration des Wertpapierhandels an hoch regulierten Börsen sichergestellt werden.“ und weiter: „Ein Problem mit ungedeckten Leerverkäufen gibt es an der Börse Stuttgart nicht. Die Börse hat im Rahmen des börsengesetzlichen Auftrags einen ordnungsgemäßen Handel und die ordnungsgemäße Geschäftsabwicklung sicherzustellen, das Regelwerk entsprechend ausgestaltet.“ Vgl. Baden-Württembergische Wertpapierbörse 2010, S. 2–3.

von Lieferversagen an europäischen Wertpapiermärkten zu verfügen. Derartige Lieferversagen seien in Europa aber selten¹³⁴⁰. Auch wenn sich nach Mitteilung der ESMA die Erfüllungsdisziplin nach Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung in etwa der Hälfte der EU-Staaten leicht verbessert haben soll¹³⁴¹, kann angesichts der diesbezüglich dünnen Faktenlage nicht angenommen werden, dass eine Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe zum Zweck einer Bekämpfung von an europäischen Handelsplätzen auftretenden Lieferversagen überhaupt erforderlich war.

Die Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 erfolgte aber auch, um exzessiven Marktvolatilitäten entgegenzuwirken¹³⁴², um das ordnungsgemäße Funktionieren des europäischen Binnenmarkts sicherzustellen und um ein hohes Maß an Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten¹³⁴³. Ob namentlich das Ziel der Volatilitätsreduktion mittels einer Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe erreicht werden kann, ist in der Finanzmarktforschung noch immer strittig. Wie vorstehend in Abschnitt I.C.3. dieser Arbeit dargelegt, zeichnet die Studienlage hinsichtlich der Auswirkungen von Leerverkäufen und Leerverkaufsbeschränkungen auf die Volatilität von Wertpapieren kein eindeutiges Bild; Während manche Studien Leerverkäufen keine oder nur geringe volatilitätserhöhende Wirkungen zuschreiben¹³⁴⁴, gelangen andere Untersuchungen zu gegenteiligen Ergebnissen¹³⁴⁵. Die zu Beginn der Finanzmarktkrise 2008 bei den US-Investmentbanken Bear Stearns und Lehmann Brothers aufgetretenen Kursstürze haben ungedeckte Leerverkäufer allerdings – entgegen hartnäckiger anderslautender Gerüchte¹³⁴⁶ – wohl nicht verursacht¹³⁴⁷. Die Erforschung der Auswirkungen von Leerverkäufen und Leerverkaufsbeschränkungen auf die Volatilität von Aktienkursen wird sich auch künftig schwierig gestalten, da sich die Effekte von Leerverkäufen bzw. Leerverkaufsbeschränkungen

¹³⁴⁰ Wörtlich führt die Europäische Kommission zum Auftreten von Lieferversagen an Europäischen Börsen aus: „Das Risiko, dass der Leerverkäufer dem Käufer die Aktien zum Abwicklungsdatum nicht liefern kann, sowie das Risiko einer gesteigerten Volatilität der Preise werden von den Regulierungsbehörden am häufigsten mit den ungedeckten Leerverkäufen in Verbindung gebracht. Zu gescheiterten Abwicklungen liegen kaum Daten vor, sie scheinen jedoch in Europa selten zu sein. Die Mehrheit der Regulierungsbehörden erklärte entweder, sie habe wenig Erfahrung mit ungedeckten Leerverkäufen oder damit verbundenen Abwicklungsproblemen, oder, die Risiken seien begrenzt und könnten durch Abwicklungsdisziplin bewältigt werden. Nach Ansicht einiger Regulierungsbehörden, die in Zusammenhang mit ungedeckten Leerverkäufen ein Risiko für das Scheitern der Abwicklung sowie ein größeres Risiko gesteigerter Preisvolatilität erkennen, besteht jedoch Handlungsbedarf (...)“. Vgl. Europäische Kommission 2010, S. 3.

¹³⁴¹ Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 22.

¹³⁴² Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 18.

¹³⁴³ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 2.

¹³⁴⁴ Vgl. etwa Boehmer und Wu 2013; Bailey und Zheng 2013.

¹³⁴⁵ Vgl. etwa Blau et al. 2009; Shkilko et al. 2009; Clayton et al. 2010.

¹³⁴⁶ Vgl. bspw. Taibbi 2010.

¹³⁴⁷ University of Warwick 2015; Fotak et al. 2014a.

häufig nicht von anderen die Wertpapiermärkte beeinflussenden Faktoren isoliert analysieren lassen. Dies gilt insbesondere in Krisensituationen, in denen eine Vielzahl von Faktoren – zu nennen sind etwa Überreaktionen von Marktteilnehmern, Herdenverhalten, politische Willensäußerungen (EZB-Präsident Mario Draghi: „whatever it takes“¹³⁴⁸) – sich auf die Kurse von Wertpapieren auswirken¹³⁴⁹.

Ob die durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommenen Leerverkaufsbeschränkungen aus rechtsökonomischer Sicht vertretbar sind hängt davon ab, ob die positiven Auswirkungen dieser Beschränkung mögliche negative Folgen – zu nennen sind in diesem Zusammenhang namentlich Liquiditätseinbußen und eine Behinderung des Preisfindungsmechanismus bei Wertpapieren – aufwiegen. Die Leerverkaufsgesetzgebung bewegte sich zum Zeitpunkt der Ausarbeitung der EU-Leerverkaufsverordnung auf wissenschaftlich wenig gesichertem Terrain. Es liegen aber – wie vorstehend unter Abschnitt I.C.3. dargelegt – Anhaltspunkte dafür vor, dass Leerverkäufe irrationale Kursrückgänge verstärken können. Insofern kann die durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgenommene Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe durchaus entsprechend der gesetzgeberischen Intention marktstabilisierend und volatilitätsreduzierend wirken. Die enormen Risiken und Kosten, die Marktteilnehmern und der öffentlichen Hand infolge von in Abwärtsspiralen geratene Aktiengesellschaften – namentlich systemrelevanter Unternehmen der Finanzwirtschaft – entstehen¹³⁵⁰, können auch auf relativ dünner empirischer Grundlage erlassene Leerverkaufsbeschränkungen rechtfertigen. Der Gesetzgeber muss nicht selten Risiken geringer Wahrscheinlichkeit, die im Falle ihrer Realisierung aber mit immensen Risiken verbunden sind (so genannte „Tail Risks“) auf Grundlage vorläufiger und nicht eindeutiger empirischer Erkenntnisse regulatorisch adressieren. Gerade auf dem Gebiet der

¹³⁴⁸ Plickert 2014.

¹³⁴⁹ So wollen sich *Bohl et al.* hinsichtlich der Effektivität der während der Finanzmarktkrise in mehreren Jurisdiktionen erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen nicht festlegen: *“To the extent that regulators around the globe sought to prevent further reductions in stock returns through the imposition of a ban on short selling, there is some evidence that they were unsuccessful, at least insofar as this did not factor in the possibility that there is a global component to the impact that such a ban might have had. Domestically, the bans had less or little impact, although the fact that returns do not appear to show a decline may be seen as evidence that the bans stemmed further deterioration in stock prices that policy makers sought to avoid. Whether the bans themselves can take the credit is unclear, although one might have expected further reductions in returns as a result of deteriorating financial and economic conditions”*. Vgl. Bohl et al. 2015, S. 8..

¹³⁵⁰ Die Angaben zu der Höhe der von der öffentlichen Hand infolge der zurückliegenden Finanzkrise zur Stabilisierung des Finanzsektors aufgewendeten Finanzmittel variieren erheblich. Klar ist jedenfalls, dass für infolge der Finanzkrise erforderlich gewordene Bankenrettungen hohe Milliardenbeträge aufgewendet wurden. Vgl. Bankenrettung kostet rund 15,8 Milliarden Euro 2015; Banken-Rettung kostet deutsche Steuerzahler 236 Milliarden Euro 2015; Staaten halfen Banken mit 1,6 Billionen Euro 2012.

Finanzmarktregulierung ist ein solches Vorgehen gelegentlich unvermeidlich¹³⁵¹. Die Einschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe kann dabei aber nur ein Baustein unter anderen Maßnahmen sein. Hinzutreten müssen weitere Finanzmarkt- und Bankreformen, wie bspw. die Verbesserung der Markttransparenz und die Festsetzung angemessener Eigenkapitalquoten bei Banken¹³⁵². Auch sollte eine Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe die positiven Effekte dieser Handelstechnik – namentlich die Liquiditätsspendende und die effiziente Preisfindung von Wertpapieren unterstützende Funktion – möglichst wenig beeinträchtigen. Die Beschränkung ungedeckter Leerverkäufe durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 sieht eine Vielzahl an Möglichkeiten vor, Aktienleerverkäufe in gedeckter Form durchzuführen. Neben Leihvereinbarungen sind auch alternative Vorkehrungen, die zu gleichen rechtlichen Ergebnissen führen, zulässig. So können Aktienleerverkäufe bspw. auch auf Grundlage so genannter „locate-Vereinbarungen“, bei denen ein Dritter bestätigt, die leer verkauften Aktien für den Leerverkäufer lokalisiert zu haben, durchgeführt werden¹³⁵³. Zudem werden einige Transaktionsarten durch Art. 3 der Delegierten Verordnung (EU) 918/2012 aus der Leerverkaufsdefinition des Verordnung (EU) 236/2012 herausgenommen. Schließlich nimmt Art. 17 Verordnung (EU) 236/2012 Market-Making-Tätigkeiten und Primärmarktstätigkeiten aus dem Anwendungsbereich der Leerverkaufsbeschränkung des Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 heraus. Letzteres geschieht ausdrücklich mit dem Ziel, die Liquidität & Effizienz der europäischen Aktienmärkte zu erhalten¹³⁵⁴.

Die ESMA hat die Auswirkungen des Verbots ungedeckter Leerverkäufe auf die Liquidität und den Preisfindungsmechanismus der von der Verordnung betroffenen Aktien untersucht. Die Liquiditätsmessung ergab kein eindeutiges Ergebnis: Während sich die Bid-Ask-Spreads der untersuchten europäischen Aktientitel nach Inkrafttreten der EU-Leerverkaufsverordnung verringerten – was für eine Zunahme der Marktliquidität spricht –, konnte keine signifikante Zu- oder Abnahme des Transaktionsvolumens festgestellt werden¹³⁵⁵. Die Preisfindung der von der Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe betroffenen Aktien verlangsamte sich moderat nach Inkrafttreten der Leerverkaufsverordnung¹³⁵⁶. Auch wenn die Untersuchung der

¹³⁵¹ Vgl. Velauthapillai 2015, S. 31.

¹³⁵² Petersdorf 2013.

¹³⁵³ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Art. 12 Abs. 1 c)

¹³⁵⁴ Vgl. Verordnung (EU) 236/2012, Vorbemerkung Nr. 26.

¹³⁵⁵ European Securities and Markets Authority 2013, S. 8-9 & 65-68 (Annex II)

¹³⁵⁶ Die Preisfindung der untersuchten europäischen Aktien verlangsamte sich ca. 3% stärker als die eines aus US-Aktien bestehenden Vergleichs-Samples. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 68.

ESMA mit Zurückhaltung zu interpretieren sind¹³⁵⁷, lässt sich doch festhalten, dass die EU-Leerverkaufsverordnung offenbar keine dramatisch negativen Auswirkungen auf die Liquidität und die Preisfindung an europäischen Aktienmärkten zeitigte. Eine im Jahr 2015 veröffentlichte Studie konnte ebenfalls keine negativen Auswirkungen der EU-Leerverkaufsverordnung auf die Liquidität und Preisfindung europäischer Aktienmärkte feststellen¹³⁵⁸.

Relativ einig ist sich die empirische Finanzmarktforschung allerdings, dass die zu Beginn der Finanzmarktkrise 2008 in vielen Jurisdiktionen als Notverfügungen erlassenen temporären Leerverkaufsverbote wenig hilfreich waren und zahlreiche unerwünschte Begleiterscheinungen zeitigten. So haben nach Auffassung von *Hendershott et al.* die im Oktober 2008 von der SEC verhängten temporären Leerverkaufsverbote nicht nur die Liquidität und den Preisfindungsmechanismus der von den Leerverkaufsverboten betroffenen Wertpapiere behindert, sondern auch die Volatilität einiger Finanzinstrumente erhöht und beinahe einen Zusammenbruch des Marktes für Wandelanleihen verursacht¹³⁵⁹. *Beber & Pagano* beurteilen die zu Beginn der Finanzmarktkrise 2008 in mehreren Jurisdiktionen erlassenen temporären Leerverkaufsverbote als unter Volatilitätsaspekten weitgehend wirkungslose, die Marktliquidität und Preisfindung erheblich beeinträchtigende Maßnahmen¹³⁶⁰. *Beber, Fabbri & Pagano* stellten anlässlich einer Untersuchung der in zahlreichen Jurisdiktionen während der Finanzmarktkrise 2008-2009 und der europäischen Schuldenkrise 2011-2012 verhängten temporären Leerverkaufsverbote fest, dass diese einerseits die Liquidität und den Preisfindungsmechanismus bei den von den Leerverkaufsverboten betroffenen Finanzmarkttitel erheblich beeinträchtigt hätten, andererseits aber keine stabilisierende und in einigen Fällen sogar volatilitätserhöhende Wirkungen entfalteten. Möglicherweise hätten die Investoren die überwiegend auf Finanzmarktunternehmen beschränkten Leerverkaufsverbote als Hinweis auf das Vorliegen

¹³⁵⁷ Die ESMA selbst weist darauf hin, dass die durchgeführte Analyse zurückhaltend zu interpretieren sei: Erstens sei die Leerverkaufsverordnung zum Zeitpunkt der Untersuchung noch nicht lange genug in Kraft gewesen, so dass für eine belastbare Untersuchung noch nicht ausreichend Daten zu Verfügung gestanden hätten. Auch werde die Aussagekraft der Untersuchung aufgrund von model-risks sowie empirischer Limitationen limitiert. Schließlich hätten auch externe Faktoren die Analyse möglicherweise beeinflusst. Vgl. European Securities and Markets Authority 2013, S. 8.

¹³⁵⁸ Parijs 2015.

¹³⁵⁹ Hendershott, Terrence et al. 2013.

¹³⁶⁰ Beber und Pagano 2013.

von der Marktöffentlichkeit bisher nicht bekannter Solvenzdefizite bei den betreffenden Unternehmen gewertet¹³⁶¹.

Die Erkenntnis, dass in Krisensituationen überraschend erlassene Leerverkaufsbeschränkungen offenbar wenig effektiv sind und mit negativen Begleitwirkungen verbunden sein können, spricht nicht per se gegen eine Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe. Negativ dürfte sich in vielen Fällen das die Märkte überraschende Vorgehen der Marktaufsichtsbehörden ausgewirkt haben; Die meisten Marktteilnehmer waren nie zuvor mit kurzfristig erlassenen Leerverkaufsverboten konfrontiert gewesen. Vielfach herrschte Unklarheit über den Umfang und die genaue Ausgestaltung der hastily erlassenen Leerverkaufsbeschränkungen. Zudem wurden Handels- und Hedging- Strategie durch die sehr kurzfristig bekannt gegebenen Leerverkaufsverbote durchkreuzt¹³⁶². Schließlich (miss)interpretierten die Marktteilnehmer die vielfach nur für ausgewählte Finanztitel geltenden Leerverkaufsverbote offenbar als Hinweis auf bei den betreffenden Finanzmarktunternehmen bestehende Solvenzproblematiken¹³⁶³. Dies alles führte zu einer Verunsicherung der Marktteilnehmer. Daher dürfte sich auch Erkenntnisgewinn, der durch die im Zusammenhang mit den weltweit erlassenen temporären Leerverkaufsverboten der Finanzmarktkrise 2008 durchgeführten Studien erzielt werden konnte, in Grenzen halten. Es darf angenommen werden, dass in exzeptionellen Situationen überraschend erlassene Notmaßnahmen anders auf die Märkte wirken, als dauerhaft wirksame, den Marktteilnehmern vertraute Leerverkaufsbeschränkungen.

Ausgewogene und berechenbare Leerverkaufsbeschränkungen können helfen, die vornehmlich in Krisensituationen zutage tretenden Risiken dieser Handelstechnik zu minieren und schädliche kurzfristige Notmaßnahmen, wie die im Herbst 2008 in zahlreichen Jurisdiktionen erlassenen temporären Leerverkaufsverbote, zu vermeiden. Dies kann

¹³⁶¹ Beber et al. 2016, S. 18–19.

¹³⁶² Vgl. etwa Juvé 2010.

¹³⁶³ Die Auswirkungen überraschender regulatorischer Markteingriffe in krisenhaften Situationen auf die Marktqualität untersuchen *Battalio & Schulz* am Beispiel der Reaktion des Optionen-Marktes auf die im Herbst 2008 von der US Marktaufsichtsbehörde SEC erlassenen temporären Leerverkaufsbeschränkungen für Aktien. Sie gelangen zu der Erkenntnis, dass die überraschenden Leerverkaufsbeschränkungen eine erhebliche Verunsicherung der Marktteilnehmer und schwerwiegende Verwerfung am Optionenmarkt auslöste. Vgl. Battalio und Schultz 2011: *Beber et al.* nehmen an, dass die von Ihnen festgestellte mangelnde Effektivität der zu Beginn der Finanzmarktkrise 2008 in zahlreichen Jurisdiktionen erlassenen Leerverkaufsverbote auch dem Umstand zuzuschreiben sei, dass die Marktteilnehmer die Leerverkaufsverbote als Indiz für bei den von den Leerverkaufsverboten erfassten Unternehmen der Finanzbranche bestehende Solvenzprobleme werteten. Vgl. Beber et al. 2016, S. 18–19.

langfristig den Wertpapierhandel an europäischen Handelsplätzen stabilisieren und dazu beitragen, Schock- Reaktionen in Krisensituationen vermeiden. Durch die in Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 vorgesehene Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe erfolgt eine für die Marktteilnehmer berechenbare Regulierung von Aktienleerverkäufen. Leerverkäufe sind an europäischen Wertpapiermärkten – in gedeckter Form – weiterhin möglich. Die Leerverkaufsbeschränkung ermöglicht hinsichtlich der Deckung von Aktienleerverkäufen ein gewisses Maß an Flexibilität und sie sieht weitreichende Anwendungsausnahmetatbestände für Market-Making und für Primärmarkt-Tätigkeiten vor. Zudem wird Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 das Risiko verringert, dass Aufsichtsbehörden in Krisensituationen Leerverkäufe mittels überraschender Notverfügungen einschränken müssen. Zugleich beeinträchtigt die Vorschrift – dies legen die wenigen zu dieser Thematik bisher vorliegenden Studien nahe – die Liquidität und Preisfindung an europäischen Aktienmärkten nicht oder nur unerheblich. Damit stellt sich die durch 12 Verordnung (EU) 236/2012 nach gegenwärtigem Kenntnisstand unter rechtsökonomischen Aspekten als vertretbare Vorschrift dar.

VI. Zusammenfassende Bewertung der EU-Leerverkaufsverordnung und Ausblick

Die Vorschriften der Verordnung (EU) 236/2012 sind überwiegend als sachgerecht zu bewerten. Allerdings sollten die Auswirkungen der Verordnung auf die Liquidität, die Preiseffizienz und die Volatilität der europäischen Aktienmärkte weiter beobachtet werden. Ggf. müssen einzelne Vorschriften der Verordnung im Licht neuer Erkenntnisse angepasst werden.

Im Rahmen des transatlantischen Freihandelsabkommens TTIP ist auch eine Harmonisierung des europäischen und des US-amerikanischen Finanzmarktrechts zu erwarten. Dabei sollte insbesondere geprüft werden, ob eine Übernahme nach US-Recht verbindlichen Markierung von Leerverkäufen („flagging“) zu vertretbaren Kosten möglich und sinnvoll ist.

A. Transparenzvorschriften (Art. 5 & 6 Verordnung (EU) 236/2012)

Die durch Art. 5 und 6 Verordnung (EU) 236/2012 für an europäischen Handelsplätzen durchgeführte Aktienleerverkäufe eingeführten Transparenzpflichten sind mit höherrangigem EU-Recht vereinbar. Sie sind zudem unter rechtsökonomischen Gesichtspunkten vertretbar. Ähnliche Vorschriften existierten bereits zuvor in wichtigen europäischen Märkten wie Deutschland und Großbritannien, so dass sich der Anpassungsaufwand der in diesen Märkten tätigen Finanzmarktteilnehmer in Grenzen hielt. Inwieweit die gegenwärtig geltenden Melde- und Offenlegungsschwellen sowie die Vorschriften zur Berechnung von Netto-Leerverkaufspositionen sachgemäß sind oder ggf. – wie von einigen Marktteilnehmern gefordert¹³⁶⁴ – angepasst werden müssen, sollte weiter beobachtet werden.

B. Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012

Auch die Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 ist mit höherrangigem EU-Recht vereinbar. Inwieweit diese Leeverkaufsbeschränkungen unerwünschte Volatilitätsausschläge und Abwärtsspiralen tatsächlich verhindern können, muss weiter erforscht werden. Hierbei können ggf. die im

¹³⁶⁴ European Securities and Markets Authority 2013, S. 12, 14–15.

Rahmen der Transparenzvorschriften erhobenen Daten hilfreich sein. Hinweise die darauf hindeuteten, dass die Beschränkung ungedeckter Aktienleerverkäufe durch Art. 12 Verordnung (EU) 236/2012 die Liquidität oder die Preisfindung an europäischen Aktienmärkten in erheblicher Weise verschlechtern würden, liegen zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht vor. Diese Frage bedarf aber einer weiteren Exploration durch die empirische Finanzmarktforschung.

C. Eingriffsbefugnis der ESMA (Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012)

Hinsichtlich der Rechtmäßigkeit in Art. 28 Verordnung (EU) 236/2012 zugunsten der ESMA vorgesehenen Eingriffsbefugnis bestehen erhebliche Bedenken. Sie ist – mangels einer tragfähigen Rechtsgrundlage im europäischen Primärrecht – europarechtswidrig. Die Schaffung einer auch gegenüber einzelnen Marktteilnehmern anwendbaren, mit Ermessensspielräumen ausgestatteten Eingriffsbefugnis der ESMA mag angesichts der Globalisierung des Wertpapierhandels sinnvoll und wünschenswert sein. Allerdings kann eine solche Eingriffsbefugnis nicht – wie vorliegend geschehen – auf Grundlage der Binnenmarktharmonisierungskompetenz des Art. 114 AEUV geschaffen werden. Vielmehr ist in derartigen Fällen der – im Europäischen Rat Einstimmigkeit erfordernde – Art. 352 AEUV heranzuziehen¹³⁶⁵.

D. Ausblick: Mögliche Angleichung der US-amerikanischen und der europäischen Leerverkaufsgesetzgebung durch das Freihandelsabkommen TTIP

Die europäischen Finanzmärkte sind eng mit dem US-amerikanischen Finanzmarkt verzahnt: So erbrachten US- Unternehmen im Jahr 2013 38% ihrer Finanzdienstleistungen in Europa (ausgenommen Versicherungsdienstleistungen). Europäische Unternehmen erbrachten sogar 48% ihrer Finanzdienstleistungen in den USA (ausgenommen Versicherungsdienstleistungen)¹³⁶⁶. Im Rahmen des transatlantischen Freihandelsabkommens TTIP¹³⁶⁷ wird daher auch eine Harmonisierung der US-amerikanischen und der europäischen

¹³⁶⁵ So auch mit zutreffender Argumentation der Generalanwalt am EuGH, der auch darauf hinweist, dass in der jüngeren Vergangenheit Unionsagenturen regelmäßig auf Grundlage von Art. 352 AEUV gegründet wurden. Vgl. Jääskinen 2013, Rn. 27 & 54 ff.

¹³⁶⁶ Puccio et al. 2015, S. 1.

¹³⁶⁷ TTIP = Transatlantic Trade and Investment Partnership.

Finanzmarktgesetzgebung angestrebt¹³⁶⁸. Ob und in welchem Umfang eine Angleichung der US-amerikanischen und der europäischen Leerverkaufsregulierungen zu vertretbaren Kosten für die Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden möglich ist, sollte eruiert werden. Besonders global agierende Marktteilnehmer würden durch eine engere Abstimmung der europäischen und der US-amerikanischen Leerverkaufsregulierung Doppelstrukturen im Bereich Compliance einsparen können. Eine engere Abstimmung der europäischen Aktienmärkte mit dem weltweit mit großem Abstand führenden US-Aktienmarkt¹³⁶⁹ würde zudem den transatlantischen Wertpapierhandel fördern und die auf die regulatorische Fragmentierung der internationalen Finanzmärkte zurückzuführenden Transaktionskosten verringern¹³⁷⁰.

Die Einführung einer Markierungspflicht für Short-Transaktionen („flaggig“) nach US-amerikanischem Vorbild würde die europäischen Marktaufsichtsbehörden in die Lage versetzen, kritische Short-Transaktionen früher zu erkennen, als dies gegenwärtig auf Grundlage der EU-Transparenzpflichten möglich ist¹³⁷¹. Die durch eine Markierung von Aktienleerverkäufen gewonnenen Daten können zudem bei der weiteren Erforschung von Leerverkäufen und deren Auswirkungen auf die Aktienmärkte hilfreich sein.

Die Einführung einer Uptick-Rule nach US-amerikanischem Muster in der EU könnte einen weiteren Beitrag zur Vermeidung von Abwärtsspiralen und einer Angleichung der US-amerikanischen und europäischen Leerverkaufsregulierungen leisten. Allerdings ist die Uptick-Rule selbst in den USA nicht unumstritten: Während ihre Anhänger darauf hinweisen, dass die Vorschrift Leerverkäufe nur bei stark fallenden Kursen unterbinde ohne die positiven Auswirkungen dieser Handelstechnik bei stabilen Märkten zu beeinträchtigen¹³⁷², halten die Gegner der Uptick-Rule die Vorschrift für wirkungslos oder gar – vor allem aufgrund der mit der Uptick-Rule verbundenen Implementierungs- und Compliance-Kosten – für schädlich¹³⁷³. Vor einer möglichen Übernahme der US-amerikanischen Uptick-Rule müssten

¹³⁶⁸ Schmitz 2015; Puccio et al. 2015.

¹³⁶⁹ Die Marktkapitalisierung von an US-Börsen gehandelten Unternehmen betrug im Jahr 2015 24,8 Billionen US-Dollar. Deutlich abgeschlagen auf Platz zwei folgt mit 10,5 Billionen US-Dollar der chinesische Aktienmarkt. Großbritannien liegt mit 3,8 Billionen US-Dollar auf Platz 5, Frankreich mit 2,1 Billionen US-Dollar auf Platz 6. Der deutsche Aktienmarkt belegt mit einer Marktkapitalisierung von 1,9 Billionen US-Dollar den 8. Platz. Vgl. Alegiani 2015.

¹³⁷⁰ Puccio et al. 2015, S. 1.

¹³⁷¹ Meldepflichtige Netto-Short Positionen müssen gemäß Art. 9 Abs. 2 Verordnung (EU) 236/2012 erst um 15:30 Uhr des der Etablierung der Netto-Short-Position nachfolgenden Tages der zuständigen Marktaufsichtsbehörde gemeldet werden.

¹³⁷² Vgl. bspw. Schwab 2008; Shkilko et al. 2009, S. 32; Clayton et al. 2010, S. 101; Colesanti 2013, S. 27–28; Fleischer 2013, S. 27–29.

¹³⁷³ Vgl. bspw. Jain et al. 2011, S. 34–35; Bylund 2012, S. 17.

daher die Effektivität und die mit einer Implementierung dieser Vorschrift den europäischen Marktteilnehmern und Aufsichtsbehörden entstehenden (möglicherweise erheblichen¹³⁷⁴) Kosten geklärt werden.

¹³⁷⁴ Die US-Finanzmarktaufsichtsbehörde SEC hat die marktweiten Einführungskosten der modified uptick-rule (Rule 201) in den USA auf ca. 1 Milliarde US-Dollar und die jährlichen Betriebskosten der für die Einhaltung der Vorschrift erforderlichen Vorkehrungen ebenfalls auf 1 Milliarde US-Dollar geschätzt. Vgl. Jain et al. 2011, S. 33.

Literaturverzeichnis

Abreu, Dilip; Brunnermeier, Markus (2002): Synchronization risk and delayed arbitrage. In: *Journal of Financial Economics* (Volume 66, Issues 2-3), S. 341–360. Online verfügbar unter <http://econpapers.repec.org/article/icficjfe/>, zuletzt geprüft am 23.04.2016.

Alegiani, Oliver (2015): Die größten Aktienmärkte der Welt. DAS INVESTMENT.COM. Online verfügbar unter <http://www.dasinvestment.com/nc/investments/maerkte/news/datum/2015/06/15/die-groessten-aktienmaerkte-der-welt/>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Alexandera, Gordon; Peterson, Mark (2008): The effect of price tests on trader behaviour and market quality: an analysis of Reg SHO. In: *Journal of Financial Markets* (11), S. 84–111. Online verfügbar unter <http://map1.siuc.edu/papers/UptickRule.pdf>, zuletzt geprüft am 06.05.2016.

Amihud, Yakov; Mendelson, Haim: Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies. In: *Financial Markets and Portfolio Management*, (2006) 20:19–32, S. 19–32. Online verfügbar unter <http://www.springerlink.com/content/t970n1t013736445/fulltext.pdf>, zuletzt geprüft am 28.05.2016.

Amihud, Yakov; Mendelson, Haim (1986): Asset Pricing and the Bid-Ask-Spread. In: *Journal of Financial Economics* (17), S. 223–249. Online verfügbar unter <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/courses/LAP/papers/TransactionCosts/AmihudMendelson86.pdf>, zuletzt geprüft am 17.04.2016.

Angel, James J.; McCabe, Douglas M. (2009): The Business Ethics of Short Selling and Naked Short Selling. In: *Journal of Business Ethics* (Volume 85, Supplement 1), S. 239–249. Online verfügbar unter <http://www.springerlink.com/content/c41n086p2w351v88/>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

Arlt, Michael (2004): Der strafrechtliche Anlegerschutz vor Kursmanipulation. Univ, Frankfurt am Main, Würzburg.

Ashurst Australia (2013): Short selling reporting obligations in Australia. Online verfügbar unter <http://www.marketindex.com.au/sites/default/files/short-selling/Short%20selling%20reporting%20obligations%20in%20Australia%2010-12.pdf>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe (Hg.) (2012): Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar. 6. Aufl. Köln: O. Schmidt, zuletzt geprüft am 05.10.2015.

Australian Financial Markets Association (2008): Corporations Amendment (Short Selling) Bill 2008. Online verfügbar unter http://www.afma.com.au/afmawr/_assets/main/lib90028/o39-08%20short%20selling%20bill.pdf, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Australian Securities and Investments Commission (2011): Regulatory Guide 196 - Short Selling. Online verfügbar unter <http://download.asic.gov.au/media/1241087/rg196-short-selling-20110429-updated-asx200-to-asx300.pdf>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Australian Securities Exchange: Historical Price Volatility. Online verfügbar unter <http://www.asx.net.au/research/historical-price-volatility.htm>.

Australian Securities Exchange (19.09.2008): Abolition of Naked Short Selling. Online verfügbar unter

http://www.asx.com.au/documents/media/mr_190908_abolition_naked_short_selling.pdf, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Baden-Württembergische Wertpapierbörse (2010): Stellungnahme zum Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, Bundestagsdrucksache 17/1952. Stuttgart, 15.06.2010 an Finanzausschuss des Bundestages.

Bai, Lynn (2008): The Uptick Rule of Short Sale Regulation — Can it Alleviate Downward Price Pressure from Negative Earnings Shocks? In: *Rutgers Business Law Journal* (Volume 5, No.1). Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956106, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Bai, Yang; Chang, Eric; Wang, Jiang (2006): Asset Prices Under Short-Sale Constraints. Online verfügbar unter http://web.mit.edu/wangj/www/pap/BCW_061112.pdf, zuletzt geprüft am 16.05.2016.

Bailey, Waren; Zheng, Lin (2013): Banks, Bears, and the Financial Crisis. In: *Journal of Financial Services Research* 44 (1), S. 1–51, zuletzt geprüft am 24.05.2015.

Bamberger, Heinz Georg; Roth, Herbert (Hg.) (2011): Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Gesamtwerk. In 3 Bänden. 3. Aufl. München: Beck, C H (Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch).

Banken-Rettung kostet deutsche Steuerzahler 236 Milliarden Euro. Banken-Krise (2015). In: *Deutsche Wirtschafts Nachrichten*, 23.06.2015. Online verfügbar unter <http://deutsche-wirtschafts-nachrichten.de/2015/04/05/banken-rettung-kostet-deutsche-steuerzahler-236-milliarden-euro/>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Bankenrettung kostet rund 15,8 Milliarden Euro. Steuergelder (2015). In: *Handelsblatt*, 25.12.2015. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/steuergelder-bankenrettung-kostet-rund-15-8-milliarden-euro/12764302.html>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Bao, Jack; Pan, Jun; Wang, Jiang (2011): The Illiquidity of Corporate Bonds. In: *The Journal of Finance* Vol. 66 (3), S. 911–946. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2011.01655.x/abstract>, zuletzt geprüft am 13.03.2016.

Barber, Brad; Griffin, Paul; Baruch, Lev (1994 (Winter)): The Fraud-on-the-market Theorie and the Indicators of Common Stocks' Efficiency. In: *The Journal of Corporation Law* 19, S. 285–312. Online verfügbar unter <https://litigation-essentials.lexisnexis.com/webcd/app?action=DocumentDisplay&crawlid=1&srctype=smi&srcid=3B15&doctype=cite&docid=19+Iowa+J.+Corp.+L.+285&key=84325233e920d22228b35fb8125e0159>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Bassenge, Peter; Palandt, Otto (Hg.) (2013): Bürgerliches Gesetzbuch. Mit Nebengesetzen ; insbesondere mit Einführungsgesetz (Auszug) einschließlich Rom I- und Rom II-Verordnungen sowie dem Haager Unterhaltsprotokoll, Allgemeines Gleichbehandlungsgesetz (Auszug), Wohn- und Betreuungsvertragsgesetz, BGB-Informationspflichten-Verordnung, Unterlassungsklagengesetz, Produkthaftungsgesetz, Erbbaurechtsgesetz, Wohnungseigentumsgesetz, Versorgungsausgleichsgesetz, Lebenspartnerschaftsgesetz, Gewaltschutzgesetz. 72., neubearb. Aufl. München: Beck (Beck'sche Kurz-Kommentare, 7).

Battalio, Robert; Mehran, Hamid; Schult, Paul (2012): Market Declines: What Is Accomplished by Banning Short-Selling? Hg. v. Federal Reserve Bank of New York. Federal Reserve Bank of New York. New York, NY (Current Issues in Economics and Finance, Volume 18, Number 5), zuletzt geprüft am 04.05.2016.

- Battalio, Robert; Mehran, Hamid; Schultz, Paul (2011): Market Declines: Is Banning Short Selling the Solution? Staff Report No 518, September 2011. Online verfügbar unter https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr518.pdf, zuletzt geprüft am 25.04.2016.
- Battalio, Robert; Schultz, Paul (2011): Regulatory Uncertainty and Market Liquidity. The 2008 Short Sale Ban's Impact on Equity Option Markets. In: *The Journal of Finance* 66 (6), S. 2013–2053. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2011.01700.x.
- Baur, Georg; Just, Clemens (Hg.) (2015): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). [Kommentar]. München: Beck.
- Bayer, Tobias (2009): Kampf den Leerverkäufern. Neuregelung. In: *Capital.de*, 30.07.2009. Online verfügbar unter <http://www.capital.de/finanzen/geldanlage/aktien/investor/:Neuregelung--Kampf-den-Leerverkaeufern/100023801.html>, zuletzt geprüft am 03.11.2015.
- Bear Hunt. Business (1932). In: *Time Magazine (US)*, 25.04.1932. Online verfügbar unter <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,743645,00.html>, zuletzt geprüft am 30.03.2016.
- Beber, Alessandro; Fabbri, Daniela; Pagano, Marco (2016): Short-Selling Bans and Bank Stability. Online verfügbar unter <http://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=573003097124109024101021026100075102004031054052030066103127101126127084090025068007006034063101028059032066030103000126065099046016071077042065006085094077113080062080082111095029007095071083006087125070112081094029118024006028024115077101019108086&EXT=pdf>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.
- Beber, Alessandro; Pagano, Marco (2013): Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis. In: *The Journal of Finance* VOL. 68 (1), S. 343–381. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2012.01802.x/pdf>, zuletzt geprüft am 24.04.2016.
- Beck, Hanno (2014): Gier und Panik. Robert Shiller. In: *FAZ Net*, 04.01.2014. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/die-weltverbesserer/robert-shiller-gier-und-panik-12729658.html>, zuletzt geprüft am 04.04.2016.
- Becker- Blease, John; Paul, Donna (2006): Stock Liquidity and Investment Opportunities: Evidence from the Index Additions. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=405842, zuletzt geprüft am 29.04.2016.
- Beguelin, Philippe (2014): Die Random-Walk-Hypothese. Berühmte Theoreme. In: *Finanz und Wirtschaft (online)*, 11.07.2014. Online verfügbar unter <http://www.fuw.ch/article/die-random-walk-hypothese/>, zuletzt geprüft am 11.05.2016.
- Bekaert, Geert; Hodrick, Robert; Zhang, Xiaoyan (2009): Is There a Trend in Idiosyncratic Volatility? Preliminary Version; Please do not distribute. Online verfügbar unter <http://www.efa2009.org/papers/SSRN-id1108170.pdf>, zuletzt geprüft am 22.04.2016.
- Benner, Klaus-Dieter; Hohnel, Andreas (2012): Kapitalmarktsstrafrecht. 1. Aufl. München: Beck (Gelbe Erläuterungsbücher), zuletzt geprüft am 24.09.2015.
- Berlin & Co: Analyse/ Wissen. Volatilität. Online verfügbar unter http://www.berlin-co.com/fileadmin/download/05-02-28-volatilitaet_01.pdf.
- Bernard, Victor; Seyhun, Nejat (1997): Does Post-Earnings-Announcement Drift in Stock Prices Reflect A Market Inefficiency? A Stochastic Dominance Approach. In: *Review of*

Quantitative Finance and Accounting (Volume 9, Number 1), S. 17–34. Online verfügbar unter <http://www.springerlink.com/content/hug3205370jt6408/>, zuletzt geprüft am 21.04.2016.

Bernard, Victor; Thomas, Jacob (1989a): Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? In: *Journal of Accounting Research* 27, S. 1–36, zuletzt geprüft am 17.04.2016.

Bernard, Victor; Thomas, Jacob (1989b): Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? In: *Journal of Accounting Research* (Vol. 27 Supplement 1989), S. 1–36. Online verfügbar unter <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2491062.pdf?acceptTC=true>, zuletzt geprüft am 01.05.2016.

Bhargava, Vivek; Konku, Daniel (2010): Impact of elimination of uptick rule on stock market volatility. In: *Journal of Finance and Accountancy* (Volume 3). Online verfügbar unter <http://www.aabri.com/manuscripts/10467.pdf>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Bianchi, Robert; Drew, Michael (2012): On the Ethics of Short Selling. Discussion Papers (Finance) No. 2012-12. Griffith University. Online verfügbar unter <https://www120.secure.griffith.edu.au/research/file/ddb0c8ef-413f-4f7f-b462-acb803aa70b8/1/2012-12-on-the-ethics-of-short-selling.pdf>, zuletzt geprüft am 03.09.2015.

Blau, Benjamin; van Ness, Bonnie; van Ness, Robert; Wood, Robert (2009): Short Selling during Extreme Market Movements. Brigham Young University/ University of Mississippi/ University of Memphis, Provo, Utah/ Oxford, Mississippi/ Memphis, Tennessee. Online verfügbar unter <http://faculty.bus.olemiss.edu/rvanness/Working%20Papers/ShortMarketMovements.pdf>, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

Bodoni, Stephanie; Brunsden, Jim (2014): U.K. Loses Court Fight Over EU Powers to Ban Short-Selling. Bloomberg L.P. Online verfügbar unter <http://www.bloomberg.com>, zuletzt aktualisiert am 22.0.2014, zuletzt geprüft am 12.01.2015.

Boehmer, Ekkehart; Jones, Charles M.; Zhang, Xiaoyan (2013): Shackling short sellers: The 2008 Shorting Ban. In: *The Review of Financial Studies* 26 (6), S. 1363–1400. Online verfügbar unter <http://rfs.oxfordjournals.org/content/26/6/1363.full.pdf+html>, zuletzt geprüft am 022.2016.

Boehmer, Ekkehart; Wu, Juan (Julie) (2009): Short selling and the informational efficiency of prices. Working Paper. University of Oregon; University of Georgia,, Eugene/ Athens. Online verfügbar unter <http://www.atl-res.com/finance/WU.pdf>.

Boehmer, Ekkehart; Wu, Juan (Julie) (2013): Short Selling and the Price Discovery Process. In: *Review of Financial Studies* v 26 n 2 2013, S. 287–322, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

Bogdandy, Armin von (Hg.) (2009): Europäisches Verfassungsrecht. Theoretische und dogmatische Grundzüge. 2., vollst. aktualisierte und erw. Aufl. Dordrecht [u.a.]: Springer (Springer-Lehrbuch).

Bohl, Martin; Essid, Badye; Siklos, Pierre (2015): Short-Selling Bans and the Global Financial Crisis: Are they Interconnected? In: *CIGI Papers* 62. Online verfügbar unter <https://www.ciaonet.org/attachments/27598/uploads>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Boni, Leslie (2006): Strategic delivery failures in U.S. equity markets. In: *Journal of Financial Markets* 11, 84-111. (Volume 9, Issue 1), S. 1–26.

Branson, Douglas M. (2010): More Muscle Behind Regulation Sho? Short Selling and the Regulation of Stock Borrowing Programs. In: *Virginia Law & Business Review* (Volume 5, Number 1). Online verfügbar unter <http://www.vlbr.org/issues/33-v5n1/55-a1>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Braunberger, Gerald (2010): Das Erfolgsgeheimnis der Aktiengesellschaft. wie wir reich wurden (50). In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 25.09.2010. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/wie-wir-reich-wurden-50-das-erfolgsgeheimnis-der-aktiengesellschaft-11037049.html>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.

Bray, Chad (2014): Regulators Temporarily Ban Short-Selling of Portugal Telecom. Deal Book. In: *The New York Times*, 21.10.2014, zuletzt geprüft am 12.11.2015.

Brenner, Menachem; Subrahmanyam, Marti: Short Selling. Online verfügbar unter http://web-docs.stern.nyu.edu/salomon/docs/crisis/Short_Selling_white_paper-11-24-08-2.pdf, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Bris, Arturo; Goetzmann, William; Zhu, Ning (2007): Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World. In: *The Journal of Finance* 62 (3), S. 1029–1079. Online verfügbar unter <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/4622295.pdf?acceptTC=true>, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

British Bankers Association (15.06.2009): BBA Braft Response to FSA CP09/15 Short Selling. Online verfügbar unter <http://www.bba.org.uk/download/1822>, zuletzt geprüft am 17.11.2015.

Brown Rudnick LLP (Hg.) (2008): BR Alert / SEC Extends Emergency Order on Short Sales. Brown Rudnick LLP. Online verfügbar unter http://www.brownrudnick.com/nr/pdf/alerts/Brown_Rudnick_SEC_Extends_Emergency_Orders_on_Short_Sales_10-08.pdf, zuletzt geprüft am 11.11.2015.

Brunnermeier, Markus; Abreu, Dilip (2003): Bubbles and Crashes. In: *Econometrica* (71(1)), S. 173–204.

Brunnermeier, Markus; Pedersen, Lasse (2005): Predatory trading. In: *The Journal of Finance* (Volume 60, Issue 4), S. 1825–1863. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2005.00781.x/abstract>, zuletzt geprüft am 20.05.2016.

Budimir, Miroslav; Schaper, Torsten (2012): Stellungnahme der Gruppe Deutsche Börse zum Entwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps“ (EU-Leerverkaufs Ausführungsgesetz). Öffentliche Anhörung. Deutsche Börse Group. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter <http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/293/EU-Leerverkaufs-Ausf%C3%BChrungsgesetz.htm>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Bund der Deutschen Industrie (2010): Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte. Online verfügbar unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/47/Gesetz_zur_Vorbeugung_egen_missbr%C3%A4uchliche_Wertpapier-_und_Derivategesch%C3%A4fte.htm, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Allgemeinverfügung zur Einführung einer Transparenzpflicht für Netto-Leerverkaufspositionen der Bundesanstalt für

Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt) vom 4. März 2010, vom Fassung der Bekanntmachung vom 04.03.2010. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100304_leervk_transparenz.html?nn=2818546, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2008): Allgemeinverfügung der BaFin vom 21. September 2008. Fassung der Bekanntmachung vom 21. September 2008, vom 21.09.2008.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (19.09.2008): Allgemeinverfügung der BaFin vom 19. September 2008.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (17.12.2008): Allgemeinverfügung der BaFin vom 17. Dezember 2008 zur Verlängerung der Regelungen der Allgemeinverfügungen vom 19. und 21. September 2008. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_081219_leerverk_verlaenger.html?nn=2818546, zuletzt geprüft am 29.10.2012.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (29.05.2009): Allgemeinverfügung vom 29. Mai 2009 zur Verlängerung der Regelungen der Allgemeinverfügungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 19. und 21. September 2008. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_090529_leerverk_verlaenger.html?nn=2818546, zuletzt geprüft am 29.10.2012.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2010): FAQ-Liste zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Schuldtiteln. Stand: 21.5.2010. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (18.05.2010a): Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot der Begründung oder des rechtsgeschäftlichen Eintritts in ein Kreditderivat, soweit keine nicht nur unwesentliche Risikoreduktion beim Sicherungsnehmer gegeben ist, vom 18. Mai 2010, vom Fassung der Bekanntmachung vom 18.05.2010. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100518_kreditderivate.html, zuletzt geprüft am 09.10.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (18.05.2010b): Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18. Mai 2010. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100518_leerverkauf_aktien.html, zuletzt geprüft am 27.11.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (18.05.2010c): Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist, vom 18. Mai 2010. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/cln_110/nn_722756/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf__100518__leerverkauf__schuldtitel.html, zuletzt geprüft am 27.09.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (18.05.2010d): Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Schuldtiteln von Mitgliedsstaaten der EU, deren gesetzliche Währung der Euro ist, vom 18. Mai 2010, vom 18.05.2010. Fundstelle: Website Bafin. Online verfügbar unter

http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100518_leerverkauf_schuldtitle.html, zuletzt geprüft am 07.05.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (26.07.2010): Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Widerruf der Allgemeinverfügungen zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien und Schuldtiteln sowie ungedeckter CDS vom 26. Juli 2010, vom Fassung der Bekanntmachung vom 26.07.2010. Fundstelle: Website BaFin. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_100726_leerverkauf_widerruf.html?nn=2818546, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (31.01.2011): Allgemeinverfügung zur Verlängerung der Regelungen der Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 4. März 2010, vom Fassung der Bekanntmachung vom 31.01.2011. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegung/vf_110131_leervk_transparenz_verlaengerung.html?nn=2818546, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hg.) (2011a): Häufig gestellte Fragen zu § 30h WpHG. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/cln_235/nn_2097106/SharedDocs/FAQ/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/leerverkaeufe/wphg30h/faq__30hwphg__00.html, zuletzt aktualisiert am Juni 2011, zuletzt geprüft am 02.02.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011b): Häufige Fragen zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und Schuldtiteln gemäß § 30h WpHG. Bonn. Online verfügbar unter <http://www.equiduct.de/downloads/faq-regarding-the-german-ban-on-shortselling-de.pdf>, zuletzt aktualisiert am Juni 2011, zuletzt geprüft am 04.01.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2012): Häufige Fragen zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in Aktien und öffentlichen Schuldtiteln gemäß Art. 12 f. der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-LeerverkaufsVO). Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default. Bonn. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/faq_leerverkaufsVO_verbot.html, zuletzt aktualisiert am 11.10.2012 - zuletzt geändert am 10.08.2015, zuletzt geprüft am 21.10.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hg.) (2013): Merkblatt - Anzeigen von Market-Making und Primärhändlerstätigkeiten. Geschäftszeichen WA 25-Wp 5700-2012/0006, zuletzt aktualisiert am 18.09.2013, zuletzt geprüft am 07.04.2016.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2014a): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2014.html?nn=2818588, zuletzt geprüft am 10.02.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hg.) (2014b): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2013, zuletzt geprüft am 01.11.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hg.) (2015): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2014. Frankfurt am Main, zuletzt geprüft am 01.11.2015.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hg.) (2016): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2015. Frankfurt am Main, zuletzt geprüft am 01.06.2016.

Bundesministerium der Finanzen (01.03.2005): Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation(Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung - MaKonV). MaKonV, vom 22.12.2011. Online verfügbar unter <http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/makonv/gesamt.pdf>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Bundesministerium der Justiz (2010): Bundesgesetzblatt. BGBl.

Bundesrat (2012): Stellungnahme des Bundesrates Entwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU LeerverkaufsAusführungsgesetz). Drucksache 168/12 (Beschluss). Berlin. Online verfügbar unter <http://gesetzgebung.beck.de/sites/gesetzgebung.beck.de/files/br-drs168-12B.pdf>, zuletzt geprüft am 24.11.2015.

Bundestag verbietet ungedeckte Leerverkäufe (2010). In: *FAZ.Net*, 02.07.2010. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/riskante-boersenwetten-bundestag-verbietet-ungedekte-leerverkaeufe-11009030.html>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) (2010): Stellungnahme des Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI) zum Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte. Bonn. Online verfügbar unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/47/Gesetz_zur_Vorbeugung_egen_missbr%C3%A4uchliche_Wertpapier-_und_Derivategesch%C3%A4fte.htm, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen (2010): Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/47/Gesetz_zur_Vorbeugung_egen_missbr%C3%A4uchliche_Wertpapier-_und_Derivategesch%C3%A4fte.htm, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Butler, Alexander; Grullon, Gustavo; Weston, James: Stock Market Liquidity and the Cost of Issuing Equity. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 2 (Juni 2005), S. 331–348. Online verfügbar unter http://www.ruf.rice.edu/~grullon/pub/JFQA_2005.pdf, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Bylund, Alexander James (2012): The SHO Goes On: A Theoretical and Empirical Evaluation of Uptick-Related Short-Sale Constraints. All Graduate Plan B and other Reports Graduate Studies - 5-2012. Utah State University. Online verfügbar unter <http://digitalcommons.usu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1180&context=gradreports>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Byrne, John Aldan (2015): Study reveals valuable purpose of naked short selling. In: *New York Post (online)*, 03.05.2015. Online verfügbar unter <http://nypost.com/2015/05/03/study-reveals-valuable-purpose-of-naked-short-selling/>, zuletzt geprüft am 25.04.2016.

Calliess, Christian; Ruffert, Matthias (Hg.) (2011): EUV, AEUV. Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta ; Kommentar. 4. Aufl. München: Beck.

Campbell, Sean; Li, Canlin; Im, Jay (2014): Measuring Agency MBS Market Liquidity with Transaction Data. FEDS Notes. Federal Reserve System. Online verfügbar unter

Cohen, Lauren; Diether, Carl; Malloy, Christopher (2007): Supply and Demand Shifts in the Shorting Market. In: *The Journal of Finance* LXII (5), S. 2061–2091. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2007.01269.x/pdf>, zuletzt geprüft am 29.04.2016.

Colesanti, J. Scott (2013): Other People's Volatility: A Call for Rules That More Equitably Stabilize the Stock Market. In: *University of Dayton Law Review* 39 (1), S. 1–36. Online verfügbar unter http://scholarlycommons.law.hofstra.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1749&context=faculty_scholarship, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Comerton-Forde, Carol; Putniņš, Tālis J. (2009): Short selling: information or manipulation? University of Sydney, Sydney. Faculty of Economics and Business,. Online verfügbar unter <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=5F1FEC4ECBB9BCF81A90A2C55726B722?doi=10.1.1.184.858&rep=rep1&type=pdf>, zuletzt geprüft am 02.05.2016.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (31.01.2013): Decision by the CNMV not to extend the decision adopted on 1 November 2012 to ban short selling and similar transactions under article 85.2.J) of the Securities Market Act and article 20 of Regulation (EU) No 236/2012. Madrid. Online verfügbar unter <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={f06d60e7-974d-4ce8-b6f1-fc9667140a04}>, zuletzt geprüft am 11.12.2015.

Committee of European Securities Regulators (2009): CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime. Consultation Paper. Ref.: CESR/09-581. Online verfügbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_581.pdf, zuletzt geprüft am 10.05.2016.

Committee of European Securities Regulators (2010a): Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime. Report. Paris (CESR/10-088), zuletzt geprüft am 06.05.2016.

Committee of European Securities Regulators (Hg.) (2010b): CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime - Feedback Statement. Ref.: CESR/10-089. Committee of European Securities Regulators, zuletzt geprüft am 27.01.2016.

Comyn, Samuel (2010): The Law of Contracts and Promises. Upon Various Subjects and with Particular Persons, as Settled in the Action of Assumpsit. in Three Parts. Cambridge: Cambridge Scholars Publishing.

Connors, Larry (2007): Historical Volatility: The Holy Grail Found? Connors Research. Online verfügbar unter http://www.connorsresearch.com/CR_Historical_Volatility.pdf.

Council of the European Union (2010): Interinstitutional File: 2010/0251 (COD) - 16676/10. Brussels. Online verfügbar unter <http://gesetzgebung.beck.de/sites/gesetzgebung.beck.de/files/Rat-st16676.en10.pdf>, zuletzt geprüft am 12.12.2015.

Council of the European Union (17.05.2011): Council agrees general approach on short selling and credit default swaps. 10232/11, Presse 133. Brüssel. WWW, zuletzt geprüft am 12.12.2016.

Council of the European Union (ECOFIN) (21.02.2012): Regulation adopted on short selling and credit default swaps. 6625/12, PRESSE 54. Brussels. www. Online verfügbar unter http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/128081.pdf, zuletzt geprüft am 12.12.2015.

- Crockett, Andrew (2008): Market liquidity and financial stability. In: *Financial Stability Review* (Special issue on liquidity • No. 11), S. 13–17. Online verfügbar unter http://www.banquecentrale.eu/gb/publications/telnomot/rsf/2008/rsf_0208.pdf#page=23.
- Daouk, Hazem; Charoenruek, Anchada (2005): A Study of Market-Wide Short-Selling Restrictions. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=687562, zuletzt geprüft am 06.05.2016.
- Datar, Vinay; Naik, Narayan; Radcliffe, Robert: Liquidity and stock returns: An alternative test. In: *Journal of Financial Markets*, 1 (1998), S. 203–219, zuletzt geprüft am 04.05.2016.
- Datar, Vinay; Naik, Narayan; Radcliffe, Robert (1998): Liquidity and stock returns: An alternative test. In: *Journal of Financial Markets* (1), S. 203–219, zuletzt geprüft am 17.05.2016.
- Davis, James (2006): The Informational Efficiency Of Stock Prices: A Review. Dimensional Fund Advisors. Online verfügbar unter <https://us.dimensional.com/library/articles/the-informational-efficiency-of-stock-prices-a-review.aspx>, zuletzt geprüft am 27.11.2015.
- Davis Polk & Wardwell LLP (Hg.) (2010): The SEC's New Short Sale Rule: Implications and Ambiguities. Client Memorandum. Davis Polk & Wardwell LLP. Online verfügbar unter http://www.davispolk.com/files/Publication/d03c58f9-d69e-4d99-9076-4de64d43e5b2/Presentation/PublicationAttachment/2c637f2a-5c10-466c-bfc3-5b1ef56eaa2c/030810_Short_Sales.pdf, zuletzt geprüft am 09.11.2015.
- Deming, Stuart H. (©2010): The Foreign Corrupt Practices Act and the new international norms. 2. Aufl. Chicago, Ill: American Bar Association (International practitioner's deskbook series).
- Denyer, Simon; Jing, Xu (2015): In China, hostile foreign forces blamed for bursting stock market bubble. In: *The Washington Post*, 02.07.2015, zuletzt geprüft am 21.08.2015.
- Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG (2012): Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter https://www.deutsche-bank.de/pbc/download/ser-agb-bedingungen-sonderbedingungen_wertpapiergeschaeft_pkg.pdf, zuletzt aktualisiert am Juni 2012, zuletzt geprüft am 30.01.2016.
- Deutsche Börse AG (2011): Designated Sponsor Guide. Version 8. Online verfügbar unter http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/31_trading_member/30_Market_Making/20_Stocks/10_Designated_Sponsors/DŚ_Formulare/Designated_Sponsor_Guide.pdf, zuletzt geprüft am 17.11.2015.
- Deutscher Bundestag: BT-Drs.14/8070. Deutscher Bundestag. Plenarprotokoll. In: Bundestagsdrucksache, zuletzt geprüft am 05.02.2016.
- Deutscher Bundestag (01.07.2002): Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland. FimaföG.
- Deutscher Bundestag (21.07.2010): Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte. In: Bundesgesetzblatt (BGBl.) I S. 945 (Nr. 38). Online verfügbar unter : http://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17_wp/wertpapier_derivate/bgbl110945.pdf;jsessionid=25DB0557B20BAB2D7F8D3E3943B1E5E7.2_cid344?__blob=publicationFile, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Deutscher Bundestag (16.05.2012): Entwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz). Drucksache 17/9665, zuletzt geprüft am 20.11.2015.

Deutscher Bundestag, 17. Wahlperiode (2012): Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz) (BT-Drs. 17/9665). Drucksache 17/9665. Berlin (Bundestagsdrucksache, Drucksache 17/9665), zuletzt geprüft am 14.03.2016.

Deutscher Derivate Verband e.V. (2010): Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte BT-Drs. 17/1952. Berlin, 14.06.2010 an Vorsitzender des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages Dr. Voker Wissing.

Deutsches Aktieninstitut (04.06.2012): Stellungnahme des Deutschen Aktieninstitutes zum EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz (Drs. 17/9665). Deutscher Bundestag.

Diamond, Douglas W.; Verrecchia, Robert E. (1987): Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information. In: *Journal of Financial Economics* (18), S. 277–311.

Dieter, Heribert: Die Vorzüge selektiver Globalisierung. Zum unterschätzten Nutzen balkanisierter Finanzmärkte. Online verfügbar unter https://www.swp-berlin.org/fileadmin/contents/products/studien/2015_S09_dtr.pdf, zuletzt geprüft am 27.01.2016.

Dieter, Heribert (2011): Schluss mit globalen Lösungen! In: *Zeit Online*, 02.11.2011. Online verfügbar unter <http://www.zeit.de/wirtschaft/2011-11/g-20-regulierung>, zuletzt geprüft am 02.02.2016.

Diether, Karl; Lee, Kuan-Hui; Werner, Ingrid (2007): Can Short-sellers Predict Returns? Daily Evidence. Daily Evidence. Ohio State University. Fisher College of Business. Online verfügbar unter <http://ecgi.ssrn.com/delivery.php?ID=798074116064002077070087073001116011061088038065086068107118099011029008100094125105106042008122106100015028096113000024125050059095084017122094017070003083022021076037009127127121028000105125028002&EXT=pdf>, zuletzt geprüft am 06.05.2016.

Diether, Karl; Lee, Kuan-Hui; Werner, Ingrid (2009): It's SHO Time! Short-Sale Price Tests and Market Quality. In: *Journal of Finance* 64, 37-73. (64), S. 37–73.

Dimson, Elroy; Mussavian, Massoud (2000): Market Efficiency. In: *The Current State of Business Disciplines* (3), S. 959–970 (1-13). Online verfügbar unter <http://e-m-h.org/DiMu00.pdf>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Dupernex, Samuel (2007): Why Might Share Prices Follow A Random Walk? In: *Student Economic Review* Vol. 21, S. 167–179, zuletzt geprüft am 02.05.2016.

Dutch invented short selling in 1609 (2008). In: *nrc.nl handelsblad*, 22.09.2008. Online verfügbar unter http://vorige.nrc.nl/international/article1993052.ece/Dutch_invented_short_selling_in_1609, zuletzt geprüft am 16.05.2016.

Eckbo, Espen; Norli, Øyvind (2002): Pervasive Liquidity Risk. Dartmouth College. Online verfügbar unter <http://ecgi.ssrn.com/delivery.php?ID=865073071082092107103100072110090123118075037049086025106122092112115007098114088103020013021100008051030013119113087096>

024007015059061014075086073015030004023009044056096088093075099087002107123087&EXT=pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Erman, Walter; Aderhold, Lutz; Westermann, Harm Peter (Hg.) (2011): Bürgerliches Gesetzbuch. Handkommentar mit AGG, EGBGB (Auszug), ErbbauRG, HausratsVO, LPartG, ProdHaftG, UKlaG, VAHRG und WEG. 13., neu bearb. Aufl. Köln: Schmidt.

Euronext: Liquidity Providers and Market Makers. Cash Markets. Online verfügbar unter <https://www.euronext.com/nl/membership/liquidity-providers-and-market-makers>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.

Europäische Kommission: Call for evidence - Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation. (Market Abuse Directive). Online verfügbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Europäische Kommission (22.12.2003): Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 Der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates — Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, Richtlinie 2003/6/EG. Fundstelle: Amtsblatt der Europäischen Union. In: Amtsblatt der Europäischen Union. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:336:0033:0038:DE:PDF>, zuletzt geprüft am 16.04.2016.

Europäische Kommission (2008): Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, KOM(2008) 135 endgültig. Europäische Agenturen - Mögliche Perspektiven. Brüssel. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52008DC0135&from=DE>, zuletzt geprüft am 17.03.2016.

Europäische Kommission (2010): Arbeitsdokument der Kommissionsdienststellen; Zusammenfassung der Folgenabschätzung; Begleitdokument zum Vorschlag für eine Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps; {KOM(2010) 482 endgültig} {SEK(2010) 1055}. SEK(2010) 1056. Brüssel. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1055&from=EN>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Europäische Kommission (15.09.2010a): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, vom COM(2010) 482 final. Online verfügbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_en.pdf, zuletzt geprüft am 26.04.2016.

Europäische Kommission (15.09.2010b): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. 2010/0251 (COD), vom KOM(2010) 482 endgültig. Online verfügbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_de.pdf, zuletzt geprüft am 12.04.2016.

Europäische Kommission (19.10.2011): Regulation on Short Selling and Credit Default Swaps Frequently asked questions. Reference: MEMO/11/713. Brüssel. Website. Online verfügbar unter http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-713_en.htm, zuletzt geprüft am 09.02.2016.

Europäische Kommission (29.06.2012a): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 826/2012 der Kommission vom 29. Juni 2012. In: Amtsblatt der Europäischen Union. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:251:0001:0010:de:PDF>, zuletzt geprüft am 13.04.2016.

Europäische Kommission (29.06.2012b): Durchführungsverordnung (EU) Nr. 827/2012 der Kommission. In: Amtsblatt der Europäischen Union. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:251:0011:0018:de:PDF>, zuletzt geprüft am 12.04.2016.

Europäische Kommission (05.07.2012a): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 918/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012. In: Amtsblatt der Europäischen Union. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0001:0015:de:PDF>, zuletzt geprüft am 13.04.2016.

Europäische Kommission (05.07.2012b): Delegierte Verordnung (EU) Nr. 919/2012 der Kommission vom 5. Juli 2012. In: Amtsblatt der Europäischen Union. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:274:0016:0017:de:PDF>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Europäische Kommission (2013): Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat über die Bewertung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. COM(2013) 885 final. Brüssel, zuletzt geprüft am 04.04.2016.

Europäische Parlament/ Europäischer Rat (05.01.2011): Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates. Finanzinstrumente- Richtlinie, vom Verkündungsstand: 12.01.2013.

Europäische Zentralbank (2011): Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 3. März 2011 zu einem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps(CON/2011/17), (2011/C 91/01). Frankfurt. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:091:0001:0011:DE:PDF>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Europäischen Parlament/ Europäischer Rat: Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinien 98/26/EG und 2014/65/EU und der Verordnung (EU) Nr. 236/2012. Fundstelle: Amtsblatt der Europäischen Union vom 28.8.2014. In: *Amtsblatt der Europäischen Union*. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0909&from=EN>, zuletzt geprüft am 08.04.2016.

Europäischer Rat (24.07.1988): Richtlinie 88/361/EWG des Rates vom 24. Juni 1988 zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages. 88/361/EWG. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:DE:NOT>, zuletzt geprüft am 05.01.2016.

Europäischer Wirtschafts- und Sozialausschuss (2010): Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem "Vorschlag für eine Verordnung des

Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps" KOM(2010) 482 endg. – 2010/0251 (COD). Brüssel. Online verfügbar unter <http://eescopinions.eesc.europa.eu/eescopiniondocument.aspx?language=de&docnr=66&year=2011>, zuletzt geprüft am 12.02.2016.

Europäisches Parlament (2011): Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 5. Juli 2011 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (KOM(2010)0482 – C7-0264/2010 – 2010/0251(COD). ABÄNDERUNGEN DES PARLAMENTS * zum Vorschlag der Kommission. P7_TA(2011)0312. Online verfügbar unter <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2011-0312&language=DE>, zuletzt geprüft am 12.04.2016.

Europäisches Parlament / Europäischer Rat (14.03.2012): Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. Verordnung (EU) Nr. 236/2012. Fundstelle: Amtsblatt der Europäischen Union, S. L 86/1. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:086:0001:0024:de:PDF>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

European Central Bank (2010): Commission public consultation on short selling - Eurosystem reply. Online verfügbar unter https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystems_reply_to_a_commission_public_consultation_on_short_selling.pdf?e1e8b96d00ac88b7695f3eefbcb8e47b, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

European Commission (2010): Commission staff working document impact assessment/ Accompanying document to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps. Impact Assessment. SEC(2010) 1055. Brüssel. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010SC1056&from=EN>, zuletzt geprüft am 08.05.2016.

European Securities and Markets Authority (2012a): ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012). Final Report. ESMA/2012/263. Online verfügbar unter <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/short-selling>, zuletzt geprüft am 09.02.2016.

European Securities and Markets Authority (2012b): Emergency measure by the Greek HCMC under Section 1 of Chapter V of Regulation No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. Paris. Online verfügbar unter <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-717.pdf>, zuletzt geprüft am 23.02.2016.

European Securities and Markets Authority (2012c): Emergency measure by the Spanish CNMV under Section 1 of Chapter V of Regulation No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. Opinion. ESMA/2012/715. Paris. Online verfügbar unter <http://www.cnmv.es/loultimo/esma%20OPINION.pdf>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

European Securities and Markets Authority (02.04.2013a): Guidelines - Exemption for market making activities and primary market operations under Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and the Council on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps. ESMA/2013/74, zuletzt geprüft am 12.11.2015.

European Securities and Markets Authority (02.04.2013b): Leitlinien: Ausnahme für Market-Making-Tätigkeiten und Primärmarktstätigkeiten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 236/2012

des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. ESMA/2013/74, zuletzt geprüft am 10.12.2015.

European Securities and Markets Authority (2013): Final Report - ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps. ESMA/2013/614, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

European Securities and Markets Authority (Hg.) (2015): Opinion Emergency measure by the Greek HCMC under Section 1 of Chapter V of Regulation (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. ESMA/2015/1638. European Securities and Markets Authority, zuletzt geprüft am 12.11.2015.

European Securities and Markets Authority (2016): Opinion - Emergency measure by the Greek HCMC under Section 1 of Chapter V of Regulation (EU) No 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. ESMA/2016/28. Paris. Online verfügbar unter <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-issues-negative-opinion-extending-greek-short-selling-ban>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

European Securities Markets Expert Group (2009a): Position on Short Selling. Brüssel.

European Securities Markets Expert Group ((2009b): ESME on Short Selling. Adopted by ESME plenary Brussels, 19 March 2009. Brüssel. Online verfügbar unter http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf, zuletzt geprüft am 25.02.2016.

Fama, Eugene (1965): Random Walks in Stock- Market Prices. Selected Papers No. 16. University of Chicago. Chicago, 1965. Online verfügbar unter <http://www.chicagobooth.edu/~media/34F68FFD9CC04EF1A76901F6C61C0A76.PDF>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Fama, Eugene (1969/1970): Efficient Capital Markes: A Review of Theory and Empirical Work. In: *Journal of Finance* (Volume 25/ Issue2), S. 382–417. Online verfügbar unter <http://www.e-m-h.org/Fama70.pdf>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Fama, Eugene (1976): Foundations of Finance. New York, NY: Basic Book.

FCA Handbook. MAR 1.9 Market abuse (misleading behaviour) & market abuse (distortion) (2015). Online verfügbar unter <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/MAR/1/9.html?timeline=True>, zuletzt aktualisiert am 10.09.2015, zuletzt geprüft am 10.11.2015.

Federl, Fabian (2015): Die Bafin prüft den Handel in Volkswagen-Aktien. In: *NZZ Online*, 22.09.2015. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/finanzen/die-bafin-prueft-den-handel-in-volkswagen-aktien-1.18617148>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Fell, Charlie (2010): Germans wrong to shoot the short-selling messenger. In: *irishtimes.com*, 28.05.2010. Online verfügbar unter <http://www.irishtimes.com/newspaper/finance/2010/0528/1224271295027.html>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Fernandez, Frank (1999): Liquidity Risk. New approaches to measurement and monitoring. SIA working paper. Securities Industry Association. Online verfügbar unter <http://down.cenet.org.cn/upfile/36/2005427145926180.pdf>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Finance Glossery. Online verfügbar unter <http://www.finance-glossary.com/define/volatility/1523>.

Financial Conduct Authority (31.07.2014): RNS Number : 8368N (Temporary Short Selling Restriction). Online verfügbar unter <http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/12035831.html>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Financial Conduct Authority (01.08.2014): RNS Number : 9598N (Temporary Short Selling Restriction). Online verfügbar unter <http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/12037740.html>, zuletzt geprüft am 12.11.2016.

Financial Conduct Authority (21.10.2014): RNS Number : 8123U (Temporary Short Selling Prohibition). Online verfügbar unter <http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-detail/12123046.html>, zuletzt geprüft am 12.04.2016.

Financial Industry Regulatory Authority (Hg.) (2007 (Effective- Date 2008)): Regulatory Notice 07-63. Odd-Lot Transactions. Financial Industry Regulatory Authority. Online verfügbar unter <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@notice/documents/notices/p037619.pdf>, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

Financial Services Authority: Policy Statement 09/10. Extension of the short selling disclosure obligation. Feedback to CP09/15. London. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09_10.pdf, zuletzt geprüft am 15.05.2016.

Financial Services Authority (2002a): Discussion Paper 17 Newsletter. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp17_newsletter.pdf, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Financial Services Authority (2002b): Short Selling. Discussion Paper 17. London. Online verfügbar unter <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp17.pdf>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Financial Services Authority (30.04.2003): More transparency for the market following the FSAs short selling review. FSA/PN/057/2003/ 30/04/2003. Online verfügbar unter <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2003/057.shtml>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.

Financial Services Authority (2008): Short Selling (No 2) Instrument 2008. FSA 2008/50. Online verfügbar unter https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2008/2008_50.pdf, zuletzt geprüft am 19.04.2016.

Financial Services Authority (12.06.2008): Short Selling Instrument 2008. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/press/PN0572008_instrument.pdf, zuletzt geprüft am 19.04.2016.

Financial Services Authority (18.09.2008a): Callum McCarthy: Comments on short positions in financial stocks. Extract from the speech by Callum McCarthy, Chairman of the Financial Services Authority to the Lord Mayor's City Banquet at the Mansion House this evening. FSA/PN/103/2008. London. Online verfügbar unter <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/103.shtml>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Financial Services Authority (18.09.2008b): Short Selling (No2) Instrument 2008. FSA 2008/50. Fundstelle: Website FSA. Online verfügbar unter http://www.klgates.com/files/upload/FSA_ShortSelling_No2.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (24.09.2008): Short Selling (No 3) Instrument 2008. FSA 2008/51. Fundstelle: Website FSA. Online verfügbar unter https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2008/2008_51.pdf, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

Financial Services Authority (29.10.2008): Short Selling (No 4) Instrument 2008. FSA 2008/60. Fundstelle: Website FSA. Online verfügbar unter https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2008/2008_60.pdf, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

Financial Services Authority (Januar 2009a): Consultation Paper 09/1. Temporary short selling measures. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp09_01.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (Januar 2009b): Policy Statement 09/01. Feedback on CP09/1. Temporary short selling measures. London. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/ps09_01.pdf, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Financial Services Authority (14.01.2009): FSA confirms extension of short selling disclosure regime. FSA/PN/009/2009. London. Online verfügbar unter <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/009.shtml>, zuletzt geprüft am 13.01.2016.

Financial Services Authority (2009a): Discussion Paper 09/1. Short Selling. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_01.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (Hg.) (2009b): A regulatory response to the global banking crisis. Discussion Paper 09/02. Online verfügbar unter http://www.fca.org.uk/static/pubs/discussion/dp09_02.pdf, zuletzt geprüft am 27.01.2016.

Financial Services Authority (Juni 2009): Consultation Paper 09/15. Extension of the short selling disclosure obligation. London. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp09_15.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (25.07.2009): Short Selling (No 6) Instrument 2009. FSA 2009/35. Online verfügbar unter https://www.handbook.fca.org.uk/instrument/2009/2009_35.pdf, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

Financial Services Authority (Oktober 2009): FS 09/4. Short Selling: Feedback on DP 09/1. London. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs09_04.pdf, zuletzt geprüft am 23.02.2016.

Financial Services Authority (April 2010): Consultation Paper 10/11 Implementing aspects of the Financial Services Act 2010. CP 10/11. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp10_11.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (Juli 2010): Consultation Paper 10/18 (Implementing aspects of the Financial Services Act 2010). CP 10/18. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp10_18.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Financial Services Authority (Oktober 2011): Financial Stability and Market Confidence Sourcebook. FINMAR, vom Release 18. Online verfügbar unter http://www.fsa.gov.uk/pubs/hb-releases/rel118/rel118_finmar.pdf, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Finanzausschuss des Bundestages (14 Wahlperiode) (2002): Beschlussempfehlung des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung – Drucksache

14/8017 –. Drucksache 14/8600. Hg. v. Deutscher Bundestag. Online verfügbar unter http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/file_download.php?l=de§=ov&mod=Kapitalmarktrecht&type=artikelgesetze&c=9&q=4._FFG&d=beschlussempf_fa_4ffg_btdrs_14_8600.pdf, zuletzt geprüft am 14.04.2016.

Findeisen, Maximilian; Tönningsen, Gerrit (2011): Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe. Regelungsgehalt und Reichweite des § 30h WpHG. In: *Wertpapiermitteilungen* (30), S. 1405–1412, zuletzt geprüft am 07.02.2016.

Finnerty, John D. (2005): Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation. Finnerty Economic Consulting LLC; Fordham University. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/comments/s7-08-08/s70808-318.pdf>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

Fleischer, David Max (2013): The Alternative Uptick Rule - Restoring Short Selling as an Asset to the Market and Striking a Regulatory Balance Between Those That Favor or Oppose Regulation. Student Scholarship. Paper 386. Seton Hall Law School. South Orange, NJ (USA), zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Fleischer, Holger (2008): Finanzinvestoren im ordnungspolitischen Gesamtgefüge von Aktien-, Bankenaufsichts- und Kapitalmarktrecht. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR)* 185- 224, zuletzt geprüft am 10.02.2016.

Fleischer, Holger (2009): 20a. In: Fleischer: Wertpapierhandelsgesetz, Stand: Auflage 1. Beck.

Forgione, Sam (28.10.2014): Short-seller Chanos says China seeing faster capital flight. Reuters. Online verfügbar unter <http://www.reuters.com/article/us-china-summit-chanos-idUSKBN0IH2AK20141028>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Fotak, Veljko; Raman, Vikas; Pradeep, Yadev (2014a): Fails-to-Deliver, Short Selling, and Market Quality. In: *Journal of Financial Economics* 114 (3), S. 493–516, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Fotak, Veljko; Raman, Vikas; Yadav, Pradeep (2014b): Fails-to-deliver, short selling, and market quality. In: *Journal of Financial Economics* 114 (3), S. 493–516, zuletzt geprüft am 25.04.2016.

Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 2007): Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse. FWB04. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter <http://www.xetra.com/blob/1198398/ba1f75dc5335b3c5c581d79763089197/data/20071101.pdf>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Frankfurter Wertpapierbörse (2012): Handelsordnung für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse. FWB05. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter http://xetra.com/xetra/dispatch/de/binary/navigation/xetra/400_admission_trading/400_fwb_rules_regulations?object_id=84XHQX084NSGDDE, zuletzt aktualisiert am 01.10.2012, zuletzt geprüft am 30.01.2015.

Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 2015): Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter http://www.deutsche-boerse-cash-market.com/blob/1668980/95f603a6b8d3549df5b5119bf3df3b1a/data/2015-11-30_Bedingungen-fuer-Geschaefte-an-der-Frankfurter-Wertpapierboerse.pdf, zuletzt geprüft am 07.05.2016.

- Frankreich irritiert über deutschen Alleingang. Leerverkaufsverbot (2010). In: *FAZ Net*, 19.05.2010. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/leerverkaufsverbot-frankreich-irritiert-ueber-deutschen-alleingang-1980228.html>, zuletzt geprüft am 01.05.2016.
- Fraune, Christian (1993): Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA. Arbeitspapier 9/93. Online verfügbar unter <https://www.jura.uni-frankfurt.de/43029128/paper12.pdf>, zuletzt geprüft am 14.04.2016.
- Freihube, Thorsten; Kehr, Carl-Heinrich; Krahen, Jan P.: Limitorderbücher und der Liquiditätsbeitrag der Kursmakler. Johann Wolfgang Goethe-Universität. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter https://www.researchgate.net/publication/260403671_Limitorderbuecher_und_der_Liquiditaetsbeitrag_der_Kursmakler, zuletzt geprüft am 09.02.2016.
- Frenz, Walter (2009): Handbuch Europarecht. Band 4. Europäische Grundrechte. Berlin [u.a.]: Springer, zuletzt geprüft am 22.02.2016.
- Frenz, Walter (2010): Handbuch Europarecht 5. Wirkungen und Rechtsschutz. Wirkungen und Rechtsschutz. 1. Aufl. s.l.: Springer-Verlag.
- Frenz, Walter (2011): Handbuch Europarecht 6. Institutionen und Politiken. Berlin,, New York: Springer.
- Frenz, Walter (2012): Handbuch Europarecht 1. Europäische Grundfreiheiten. 2. Aufl. Berlin, New York: Springer.
- Fried, Frank, Harris, Shriver & Jacobson LLP (2010): SEC Adopts Amendments to Regulation SHO. Memorandum. Online verfügbar unter <http://www.friedfrank.com/siteFiles/Publications/D519A849A2A817E3BAC027CD42CDC48C.pdf>, zuletzt aktualisiert am 30.03.2010, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Fritsch, Michael; Hense, Andreas (2006): Anpassungsmängel und Marktversagen im hochvolatilen Börsenhandel. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* (9), S. 490–494. Online verfügbar unter <http://elibrary.vahlen.de/10.15358/0340-1650-2006-9-490/anpassungsmaengel-und-marktversagen-im-hochvolatilen-boersenhandel-jahrgang-35-2006-heft-9>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Frydman, Roman; Goldberg, Michael (2010): Efficient Markets; Fictions and Reality. Prepared for the Inaugural Conference of the Institute for New Economic Thinking. Online verfügbar unter <https://ineteconomics.org/uploads/papers/INET-C@K-Paper-Session-2-Goldberg-Frydman.pdf>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.
- Fuchs, Andreas; Bouchon, Martin (2009): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Kommentar. München: C.H. Beck, zuletzt geprüft am 05.11.2015.
- Fülbier, Rolf Uwe (1998): Regulierung der Ad-hoc-Publizität. Ein Beitrag zur ökonomischen Analyse des Rechts. Wiesbaden: Gabler (Bochumer Beiträge zur Unternehmensführung und Unternehmensforschung, Bd. 55), zuletzt geprüft am 23.05.2016.
- Fuld, Richard (2008): Statement of Richard S. Fuld, Jr. before the United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform. Online verfügbar unter <http://online.wsj.com/public/resources/documents/fuldtestimony20081006.pdf>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.
- Galbraith, John Kenneth (2009): The great crash 1929. Boston, Massachusetts: Mariner Books, zuletzt geprüft am 21.03.2016.
- Galper, Josh (2011): The Role of Securities Lending in US Financial Markets. Finadium LLC. Concord, MA, USA, zuletzt geprüft am 23.01.2016.

Gärditz, Klaus Ferdinand (2010): Europäisches Regulierungsverwaltungsrecht auf Abwegen. In: *Archiv des öffentlichen Rechts*, 135, S. 251–288, zuletzt geprüft am 23.03.2016.

Gärtner, Christian: Liquidität am deutschen Kapitalmarkt. 1. Aufl. Wiesbaden, Erlangen-Nürnberg: Dt. Univ.-Verl (Gabler Edition Wissenschaft), zuletzt geprüft am 29.10.2015.

Gerichtsof der Europäischen Union (Luxemburg): Generalanwalt Jääskinen ist der Ansicht, dass Art. 28 der Verordnung über Leerverkäufe für nichtig erklärt werden sollte. Schlussanträge des Generalanwalts in der Rechtssache C-270/12 Vereinigtes Königreich / Rat und Parlament. Pressemitteilung Nr. 101/13. 12.09.2013. Online verfügbar unter <http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2013-09/cp130101de.pdf>, zuletzt geprüft am 11.03.2016.

Gerke, Wolfgang; Rapp, Heinz-Werner: Strukturveränderungen im internationalen Börsenwesen. In: *Die Betriebswirtschaft*, 54 (1994)1, S. 5–22, zuletzt geprüft am 04.05.2016.

Gerth, Martin (2011): Zocken wie die Profis. Leerverkäufe. In: *Wirtschaftswoche*, 23.08.2011. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/finanzen/vorsorge/leerverkaeufe-zocken-wie-die-profis-/5155584.html>, zuletzt geprüft am 20.05.2016.

EU-Leerverkaufs-Ausführungsgesetz (11.06.2012): Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps. In: *Bundesgesetzblatt*. Online verfügbar unter http://www.bundesgerichtshof.de/SharedDocs/Downloads/DE/Bibliothek/Gesetzesmaterialien/17_wp/EU-Leerverkauf/bgbl1122286.pdf;jsessionid=4DF1E85F5B4D685002546351FCEBAB61.2_cid354?__blob=publicationFile, zuletzt geprüft am 16.02.2016.

Gilson, Ronald; Kraakman, Reinier (2014): Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. Stanford Law School; European Corporate Governance Institute (ECGI); Columbia Law School (Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 458; 458). Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2396608##, zuletzt geprüft am 02.05.2016.

Goa, Xin (2009): Cross-sectional analysis of pricing efficiency, liquidity, and information asymmetry. MBS (Finance) Thesis. Online verfügbar unter http://muir.massey.ac.nz/bitstream/handle/10179/1631/02_whole.pdf;jsessionid=118B73E72F0487C45F9040C43A5FFFD?sequence=1, zuletzt geprüft am 29.01.2016.

Gomber, Peter; Schweickert, Uwe: Der Market Impact: Liquiditätsmaß im Elektronischen Wertpapierhandel. In: *Die Bank*, 7- 2010, S. S. 485–489. Online verfügbar unter <http://www.xetra.com/blob/1208500/48392721f25fc679c8830a463cb2a673/data/Der-market-impact-liquiditaetsmass-im-elektronischen-wertpapierhandel.pdf>, zuletzt geprüft am 16.05.2016.

Gomber, Peter; Schweickert, Uwe; Theissen, Eric (2002): Die vierte Dimension. Der Market Impact als Konzept zur Erfassung der Erneuerungskraft im elektronischen Wertpapierhandel. Online verfügbar unter http://www.fbv.kit.edu/symposium/9th/papers/The_Gom_Sch.pdf, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Goodwin Procter LLP (2008): United States: SEC Issues Emergency Order Implementing Temporary Rule Requiring Delivery On Long And Short Sales And Imposing Penalties For Failures To Deliver Financial Services Alert - Developments Of Note. Online verfügbar unter

http://www.mondaq.com/unitedstates/article.asp?article_id=66480, zuletzt aktualisiert am 22.09.2008, zuletzt geprüft am 31.05.2016.

Görisch, Christoph (2009): Demokratische Verwaltung durch Unionsagenturen. Ein Beitrag zur Konkretisierung der europäischen Verfassungsstrukturprinzipien. Tübingen: Mohr Siebeck (Jus internationale et europaeum, 35).

Griffin, John; Kelly, Patrick; Nardari, Frederico (2006): Measuring Short-Term International Stock Market Efficiency. University of Texas; University of Florida; Arizona State University. Online verfügbar unter https://www.researchgate.net/publication/228372985_Measuring_short-term_international_stock_market_efficiency, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Griffin, Thomas More (2008): SEC Adopts Rule 10b-21 and Amendments to Regulation SHO to Address "Naked" Short Selling and Fail to Deliver Scenarios. Corporate & Finance Alert. Online verfügbar unter http://www.gibbonslaw.com/news_publications/articles.php?action=display_publication&publication_id=2547, zuletzt aktualisiert am 21.10.2008, zuletzt geprüft am 31.10.2015.

Groeben, Hans von der; Schwarze, Jürgen; Hatje, Armin (Hg.) (2015): Europäisches Unionsrecht. Vertrag über die Europäische Union, Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Charta der Grundrechte der Europäischen Union. 7. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges (Nomos-Kommentar).

Groß (2009): § 26 BörsG: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, Stand: 2. Auflage.

Grossman, Sanford; Stiglitz, Joseph (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. In: *The American Economic Review*, (Vol. 70, No. 3), S. 393–408. Online verfügbar unter <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/1805228.pdf?acceptTC=true>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

Gutierrez, Jose; Johnson, Steve; Stretcher, Robert (2012): Short-Selling Constraints: The Asymmetric Role of Institutional Ownership, Relative Short Interest, Options and Dividends. Working Paper . Sam Houston State University. Huntsville, Texas, USA (No. 12-01 F). Online verfügbar unter <http://www.shsu.edu/dotAsset/0d704da0-c0a0-49ff-a38b-3fea2c534d2a.pdf>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

G20 Summits (2008): Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Online verfügbar unter <http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html#integrity>, zuletzt geprüft am 13.06.2016

Habersack, Mathias; Heinrichs, Helmut; Rebmann, Kurt; Säcker, Franz Jürgen (Hg.) (2013): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. 6. Aufl. München: Beck, zuletzt geprüft am 20.10.2015.

Haill, Oliver (2013): Why the FSA was split into two bodies. Hg. v. ftadviser. ftadviser. Online verfügbar unter <http://www.ftadviser.com/2013/05/08/regulation/regulators/why-the-fsa-was-split-into-two-bodies-SX5toVpnEQtBbYNlCUC9xJ/article.html>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.

Haimann, Richard (2013): Wie Indexfonds das Finanzsystem destabilisieren. Brandbeschleuniger ETF. In: *Manager Magazin online*, 22.03.2013. Online verfügbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-890012.html>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

- Hajek, Stefan (2003): Kapitalerhöhung junge und alte. Unternehmen. In: *Wirtschaftswoche*, 01.04.2003. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/unternehmen/-kapitalerhoehung-junge-und-alte/4773794.html>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.
- Hamilton, James (2008): Market Crisis Focus on Short Selling: SEC Adopts Rules to Curb Abusive Practices. Hg. v. Wolters Kluwer. Wolters Kluwer. Online verfügbar unter http://business.cch.com/securitieslaw/news/short_selling.pdf, zuletzt geprüft am 20.05.2016.
- Handa, Puneet; Schwartz, Robert A.: How Best to Supply Liquidity to a Securities Market. In: *The Journal of Portfolio Management*, 22., No.2 (1996), S. 44–51.
- Harold, James: The New York Stock Market Crash. 1929. In: *Representations*, Vol 110, No.1, S. 129–144. Online verfügbar unter <http://caliber.ucpress.net/doi/pdf/10.1525/rep.2010.110.1.129>.
- Harrison, Michael; Kreps, David (1978): Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations. In: *Quarterly Journal of Economics* (Volume: 92, Issue: 2.), S. 323–336. Online verfügbar unter <http://www.princeton.edu/~smorris/pdfs/Morris-SpeculativeInvestorBehaviorandLearning.pdf>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Hartung, Thomas; Sell, Friedrich (2008): Auf der Suche nach der „optimalen“ Finanzmarktaufsicht. Diskussionsbeiträge. Institut für Volkswirtschaftslehre (Universität der Bundeswehr München) (Diskussionsbeiträge, 20 Jg., Nr. 1). Online verfügbar unter <https://www.unibw.de/rz/dokumente/fakultaeten/getFILE?fid=2477968/2008-1HartungSell.pdf>, zuletzt geprüft am 27.01.2016.
- Hasbrouck, Joel (1993): Assessing the quality of a security market: a new approach to transaction-cost measurement. In: *Review of Financial Studies* 6 (1), S. 191–212. Online verfügbar unter <http://rfs.oxfordjournals.org/content/6/1/191.full.pdf+html>, zuletzt geprüft am 20.05.2016.
- Hatje, Armin; Müller-Graff, Peter-Christian; Grabenwarter, Christoph; Terhechte, Jörg Philipp; Ruffert, Matthias; Leible, Stefan et al. (Hg.) (2013-): Enzyklopädie Europarecht (EnzEuR). Band 2. 1. Auflage. Baden-Baden, Zürich, Wien: Nomos; Dike; Facultas.wuv.
- Heinz, Meike; Park, Tido (2008): Kapitalmarkt-Strafrecht. Handkommentar. 2. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges. (Beck-online : Bücher).
- Hellenic Capital Market Commission (20.07.2015): Announcement 20.07.2015, zuletzt geprüft am 12.03.2016.
- Hellenic Republic Capital Market Commission (31.08.2015): Announcement 31.08.2015 - Prohibition of short selling, zuletzt geprüft am 12.03.2016.
- Hellmann, Uwe; Beckemper, Katharina (2004): Wirtschaftsstrafrecht. Studienbuch. Stuttgart: Kohlhammer.
- Hendershott, Terrence; Jones, Charles; Menkveld, Albert (2011): Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? In: *The Journal of Finance* VOL. LXVI (1), S. 1–33. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2010.01624.x/pdf>, zuletzt geprüft am 28.05.2016.
- Hendershott, Terrence; Namvar, Ethan; Phillips, Blake (2013): The intended and collateral effects of short-sale bans as a regulatory tool. In: *Journal Of Investment Management* 11 (3), S. 5–13. Online verfügbar unter http://faculty.haas.berkeley.edu/hender/Short_JOIM.pdf, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Herbert Smith LLP (15.07.2010): UK rules on short selling. Online verfügbar unter <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=817835b5-dfee-4db3-b07a-17035c5e873c>, zuletzt geprüft am 16.05.2016.

Hess, Martin (23.03.07): Die Marktvolatilität unter der Lupe. Vielschichtiger Einfluss des Finanzsystems auf die Aktienmärkte. In: *Neue Züricher Zeitung*, 23.03.07 (Nr. 69), S. 33. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/articleEBTJM-1.132133>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Hirte, Heribert (2012): Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Ausführung der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (EU-Leerverkaufsausführungsgesetz, BT-Drucks. 17/9665) für den Deutschen Bundestag. Sitzung des Finanzausschusses am 13. Juni 2012. Online verfügbar unter <http://www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu/de/Rechtsgebiete/Kapitalmarktrecht/Artikelgesetze/293/EU-Leerverkaufsausf%C3%BChrungsgesetz.htm>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Hirte, Heribert; Möllers, Thomas (Hg.) (2014): Kölner Kommentar zum WpHG. 2., Aufl. Köln: Heymann (Kölner Kommentare zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht).

HM Treasury (01.11.2012): The Financial Services and Markets Act 2000 (Short Selling) Regulations 2012 - 2012 No. 2554. Online verfügbar unter http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2012/2554/pdfs/ukxi_20122554_en.pdf, zuletzt geprüft am 18.04.2016.

Hong, Harrison; Stein, Jeremy (2003): Differences of opinion, short-sale constraints, and market crashes. In: *Review of Financial Studies* (16), S. 487–525. Online verfügbar unter <http://rfs.oxfordjournals.org/content/16/2/487.abstract>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Hopt, Klaus J. (2012): 26 BörsG: Baumbach/ Hopt, Handelsgesetzbuch, Stand: 35. Auflage.

Hou, Kewei; Moskowitz, Tobias (2005): Market Frictions, Price Delay, and the Cross-Section of Expected Returns. In: *The Review of Financial Studies* 18 (3), S. 981–1020. Online verfügbar unter http://faculty.chicagobooth.edu/tobias.moskowitz/research/khtm_RFS.pdf, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Hundert Jahre Obligationenrecht. Cent ans de Code des obligations. Hundert Jahre Verwaltungsrecht. Schweizerischer Juristentag 2011 (2011). Basel: Helbing Lichtenhahn.

International Organization of Securities Commissions (23.03.2009): IOSCO consults on regulatory approach on short selling. IOSCO/MR/06/2009. Madrid. David Cliffe, d.cliffe@iosco.org. Online verfügbar unter http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/general/general/press_release/09/09pr30_IOSCO.pdf, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

International Organization of Securities Commissions (2009): Regulation of Short Selling. Final Report. Online verfügbar unter <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

International Organization of Securities Commissions (Technical Committee) (2009): Regulation of Short Selling. Consultation Report. Madrid.

International Securities Lending Association (2009): Response of International Securities Lending Association to call for evidence by CESR on regulation of short selling, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

Investment Company Institute (2009): National Fund Associations Call for a Sensible Short Selling Regulatory Regime. Washington D.C. Online verfügbar unter https://www.ici.org/pressroom/news/09_news_short_selling, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

Ito, Mikio; Sugiyama, Shunsuke (2009): Measuring the degree of time varying market inefficiency. In: *Economics Letters* 103, S. 62–64. Online verfügbar unter http://ac.els-cdn.com/S0165176509000408/1-s2.0-S0165176509000408-main.pdf?_tid=0f8f2752-65bf-11e4-83c9-00000aabb0f27&acdnat=1415283380_78d092bc16c3b830b6b5dc735482d135, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Jääkinen, Niilo (2013): Schlussanträge des Generalanwalts Niilo Jääkinen vom 12. September 2013(1) - Rechtssache C-270/12 - Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Rat der Europäischen Union und Europäisches Parlament. Europäischer Gerichtshof. Luxemburg (InfoCuria - Rechtsprechung des Gerichtshofs), zuletzt geprüft am 11.03.2016.

Jääskinen, Niilo (2013): Schlussanträge des Generalanwalts vom 12. September 2013, Rechtssache C-270/12 Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland gegen Rat der Europäischen Union und Europäisches Parlament. Europäischer Gerichtshof. Luxemburg. Online verfügbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:62012CC0270&from=DA>, zuletzt geprüft am 30.03.2016.

Jain, Chinmay; Jain, Pankaj; McInish, Thomas (2011): Everything Old Is New Again. Rule 201's restrictions on short selling will do little to avoid future crises. In: *Banking & Finance*, S. 30–34. Online verfügbar unter <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2011/7/regv34n2-7.pdf>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Jain, Chinmay; Jain, Pankaj; McInish, Thomas (2012): The Impact of SEC Rule 201 of 2010. In: *Financial Review* 47 (1), S. 37–64. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6288.2011.00320.x/abstract>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Japan Exchange Group Inc. (2015): Restrictions on Trading. Online verfügbar unter <http://www.jpx.co.jp/english/equities/trading/regulations/02.html>, zuletzt aktualisiert am 20.03.2015, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Just, Clemens; Voß, Thorsten (2015): Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). [Kommentar]. Begründet von Georg Baur und Clemens Just. München: Beck.

Juve (2010): Verbot von Leerverkäufen: Anwälte sehen BaFin-Verbot kritisch. Online verfügbar unter <http://www.juve.de/nachrichten/namenundnachrichten/2010/05/verbot-von-leerverkaufen-anwalte-sehen-bafin-verbot-kritisch>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Kabinett beschließt das Leerverkaufsverbot (2010). In: *Welt Online*, 02.06.2010. Online verfügbar unter <http://www.welt.de/wirtschaft/article7881162/Kabinett-beschliesst-das-Leerverkaufsverbot.html>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

Kampeter, Steffen (2010): Informationschreiben/ Newsletter, 11.06.2010. Online verfügbar unter <http://www.steffen-kampeter.de/pdfdb/06da929d45bc6300a00a1cb0d8c00d33.pdf>, zuletzt geprüft am 25.04.2016.

Kanning, Tim (2015): Hedgefonds kochen auch nur mit Wasser. Leerverkäufe. In: *FAZ.Net*, 16.09.2015. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/neue-studie-zeigt-leerverkaeufe-bringen-im-schnitt-schmale-renditen-13807042.html>, zuletzt geprüft am 20.05.2016.

- Karolyi, G. Andrew (2001): Why Stock Return Volatility Really Matters. Ohio State University.
- Karpoff, Jonathan; Lou, Xiaoxia (2010): Short Sellers and Financial Misconduct. In: *The Journal of Finance* 65 (5), S. 1879–1913. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2010.01597.x/abstract>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.
- Kaserer, Christoph; Stange, Sebastian: Liquiditätsrisiken werden sträflich vernachlässigt. In: *Börsen Zeitung*, 20.12.2008 - Nr.247, S. 20. Online verfügbar unter http://www.cefs.de/files/Boersenzeitung_Kaserer_Stange_Liquiditaetsrisiken.pdf, zuletzt geprüft am 16.05.2016.
- Kass, Douglas (2008): This blame game is short on logic. In: *Financial Times Deutschland*, 21.08.2008. Online verfügbar unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/95ccac78-6fb1-11dd-986f-0000779fd18c.html>, zuletzt geprüft am 16.04.2016.
- Kelly, Eric; Tetlock, Paul (2014): Retail Short Selling and Stock Prices. University of Arizona; Columbia University. Online verfügbar unter https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/ptetlock/papers/Kelley_Tetlock_Jan14_Retail_Short_Selling_and_Stock_Prices.pdf, zuletzt geprüft am 08.05.2016.
- Kempff, Alexander (1999): Wertpapierliquidität und Wertpapierpreise. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag; Gabler (Beiträge zur betriebswirtschaftlichen Forschung).
- Kempff, Eberhard (2009): Die Handlungsfreiheit des Unternehmers - Wirtschaftliche Perspektiven, strafrechtliche und ethische Schranken. [Online-Ausg.]. Berlin: de Gruyter.
- Kempff, Eberhard; Lüderssen, Klaus; Volk, Klaus (2010a): Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral. Berlin: de Gruyter (Institute for law and finance series).
- Kempff, Eberhard; Lüderssen, Klaus; Volk, Klaus (©2010b): Die Finanzkrise, das Wirtschaftsstrafrecht und die Moral. Berlin: de Gruyter (Institute for law and finance series).
- Kesselring, Martin (2006): Illiquidität eigener Aktien erhöht die Kosten. *Neue Züricher Zeitung*. Online verfügbar unter <http://www.nzz.ch/aktuell/startseite/articleDOU9I-1.68427>, zuletzt geprüft am 12.05.2016.
- Ketz, Edward; Vincent James: Short Sellers are users of financial reports. working paper. Pennsylvania State University, University Park, PA. Online verfügbar unter <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/EDMay08/Comment-Letters/Documents/CL1A.pdf>, zuletzt geprüft am 17.02.2016.
- Keynes, John M. (1930): A Treatise on Money; Volume II: The Applied Theory of Money. London.
- Khan, Mozaffar; Lu, Hai (2013): Do Short Sellers Front-Run Insider Sales? In: *The Accounting Review* Vol 88 (5), S. 1743–1768, zuletzt geprüft am 24.02.2016.
- Knaack, Hans Joachim; Hennecke, Hans-Günter (Hg.) (2014): *Verwaltungsverfahrensgesetz (VwVfG). Kommentar.* 10. Aufl. Köln: Heymanns, zuletzt geprüft am 22.01.2016.
- Knauth, Oliver; Käsler, Corinna (2006): § 20a WpHG und die Verordnung zur Konkretisierung des Marktmanipulationsverbotes (MaKonV). In: *Wertpapiermitteilungen*, S. 1041–1052, zuletzt geprüft am 20.03.2016.

- Koch, Michael H. (2004): Die Externalisierungspolitik der Kommission. Zulässigkeit und Grenzen mittelbarer Gemeinschaftsverwaltung. 1. Aufl. Baden-Baden: Nomos (Nomos Universitätschriften. Recht, Bd. 406).
- (2014): Kölner Kommentar zum WpHG. 2. Aufl. Begründet von Heribert Hirte und M.J Möller. Köln: Heymann (Kölner Kommentare zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht).
- Krahen, Jan-Pieter (2006): Warum brauchen wir Aktienmärkte? In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (online)*, 03.09.2006. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/erkläre-mir-die-welt-12-warum-brauchen-wir-aktienmärkte-1354238.html>, zuletzt geprüft am 04.05.2016.
- Krolop, Kasper: Die Bedeutung der Börsennotierung und des Kapitalmarktrechts für die AG. Eine Einführung. Humboldt Universität zu Berlin (Lehrstuhl Prof. Windbichler). Online verfügbar unter <http://windbichler.rewi.hu-berlin.de/Skript-B%F6rsennotierung.pdf>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.
- Krüger, Hartmut; Ludewig, Verena (2012): Leerverkaufsregulierung. Aktueller Stand in Deutschland und Ausblick auf die europäische Regulierung unter besonderer Berücksichtigung der aktuellen Vorschläge zu den auszustaltenden Rechtsakten. In: *Wertpapiermitteilungen* (41), S. 1942–1951.
- Kulischer, Josef (1988 // 19XX): Allgemeine Wirtschaftsgeschichte des Mittelalters und der Neuzeit. Handbuch der mittelalterlichen und neueren Geschichte, Band I. 6 // Nachdr. München: Oldenbourg.
- Kumar, Nishant (2016): Hedgefonds machen Dicht - Europas große Anbieter sind gefragt. In: *Die Welt Online*, 06.01.2016. Online verfügbar unter <http://www.welt.de/newsticker/bloomberg/article150674524/Hedgefonds-machen-dicht-Europas-grosse-Anbieter-sind-gefragt.html>, zuletzt geprüft am 27.01.2016.
- Kümpel, Siegfried; Wittig, Arne (2011): Bank- und Kapitalmarktrecht. 4. Aufl. Köln: O. Schmidt.
- Lam, Karen; Marr, Kevin (2015): Shanghai-Hong Kong Stock Connect: New shortselling rules. A19546683/0.6/02 Mar 2015. Linklaters LLP, zuletzt geprüft am 23.05.2016.
- Lamont, Owen (2002): Short Sale Constraints and Overpricing. In: *Journal of Financial Economics* (66), S. 207–239. Online verfügbar unter http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/Advanced_Asset_Pricing_GSB_35911_Econ_39502/jones_lamont_short_returns_jfe.pdf, zuletzt geprüft am 14.05.2016.
- Langhorst, Christina (Juli/2009): Gegen den Strich. Finanzmarktregulierung. In: *Internationale Politik* (7/8), S. 114–118. Online verfügbar unter <https://zeitschrift-ip.dgap.org/de/ip-die-zeitschrift/archiv/jahrgang-2009/juli-august/finanzmarktregulierungen>, zuletzt geprüft am 02.02.2016.
- Laurer, Thomas: Der Leerverkauf von Aktien: Abgrenzung, Formen und aufsichtsrechtliche Implikationen. In: *Kreditwesen*, 19/2008, S. 980–984, zuletzt geprüft am 15.04.2016.
- Lazar, Danijel (2010): Verbot der Marktpreismanipulation. Bank- und Kapitalmarktrecht. München: GRIN Verlag.
- Lenz, Carl Otto; Borchardt, Klaus-Dieter (Hg.) (2013): EU-Verträge Kommentar. EUV, AEUV, GRCh. 6. Aufl., Rechtsstand: 1. September 2012. Köln: Bundesanzeiger-Verl. [u.a.] (Europa, Staat, Verwaltung).
- Lenzen, Ursula (2000): Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung. Frankfurt am Main,, New York: Lang.

Liebscher, Thomas; Ott, Nicolas (2010): Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 841–846.

Linklaters (2012): SFC's Short Position Reporting Requirements, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Liu, Jing (2003): Market and Analyst Reactions to Earnings News: an Efficiency Comparison. Anderson School of Management. Online verfügbar unter <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/jing.liu/research/drift503.pdf>, zuletzt geprüft am 29.03.2016.

Liu, Xuewen (2010): Speculative Trading and Crises. Imperial College Business School; Hong Kong University of Science and Technology. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572552&http://www.google.de/url?sa=t&source=web&cd=2&sqi=2&ved=0CC4QFjAB&url=http%3A%2F%2Fpapers.ssrn.com%2Fsol3%2FDelivery.cfm%3Fabstractid%3D1572552&rct=j&q=Speculative%20Trading%20and%20Crises&ei=filvTor9KYvNsgaO9azpBg&usg=AFQjCNGoQX5b30WtBFDQZTMY1ekdUKEPtA, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Lobanova, Olesya; Hamid, Shahid; Prakash, Arun (2010): The Impact of Short -Sale Restrictions on Volatility, Liquidity, and Market Efficiency: the Evidence from the Short-Sale Ban in the U.S. Florida International University. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571601, zuletzt geprüft am 27.04.2016.

Longstaff, Francis: The flight-to-liquidity premium in U.S. Treasury bond prices. Working Paper 9312. National Bureau of Economic Research. Online verfügbar unter <http://www.nber.org/papers/w9312.pdf>, zuletzt geprüft am 05.05.2016.

Longstaff, Francis (2004): The Flight-to-Liquidity Premium in U.S. Treasury Bond Prices. In: *Journal of Business Ethics* Vol. 77 (3), S. 511–526. Online verfügbar unter http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/Advanced_Asset_Pricing_GSB_35911_Econ_39502/longstaff_flight_jb.pdf, zuletzt geprüft am 13.03.2016.

Longstaff, Francis; Mithal, Sanjay; Neis, Eric (2005): Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market. In: *The Journal of Finance* Volume 60 (5), S. 2213–2253. Online verfügbar unter <http://www.nber.org/papers/w10418>, zuletzt geprüft am 13.03.2016.

Lutter, Marcus; Bayer, Walter; Schmidt, Jessica (op. 2012): Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht. Grundlagen, Stand und Entwicklunh nebst Texten und Materialien. 5. Auflage. Berlin: de Gruyter Recht (Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht. Sonderheft, 1).

Malkiel, Burton (2003): The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. working paper. Princeton University. Online verfügbar unter <http://www.princeton.edu/~ceps/workingpapers/91malkiel.pdf>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Malkiel, Burton; Xu, Yexiao (1999): The Structure of Stock Market Volatility. Online verfügbar unter https://www.utd.edu/~yexiaoxu/Smvot3_1.PDF, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Maloney, Michael; Mulherin Harold (2003): The complexity of price discovery in an efficient market: the stock market reaction to the Challenger crash. In: *Journal of Corporate Finance* (9), S. 453–479. Online verfügbar unter <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S092911990200055X>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Markham, Jerry W. (2002): A financial history of the United States. Vol. I From Christopher Columbus to the Robber Barons (1492-1900); Vol II From J.P. Morgan to the Institutional Investor (1900-1970). Armonk, NY: M. E. Sharpe, zuletzt geprüft am 21.04.2016.

McCaffrey, David P. (2010): Review of the Policy Debate over Short Sale Regulation During the Market Crisis. In: *Albany Law Review* Volume 73 Issue 2 (2), S. 483–519. Online verfügbar unter <http://www.albany.edu/McCaffrey-Short-Sale-Regulation.pdf>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

McGavin, Katherine (2010): Short Selling in a Financial Crisis: The Regulation of Short Sales in the United Kingdom and the United States. In: *Northwestern Journal of International Law & Business* 30 (1 /Winter)). Online verfügbar unter <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1704&context=njilb>, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Metha, Nina (2009): SEC Expected to Make Fails Rule Permanent. In: *Traders Magazin.com*, 13.05.2009. Online verfügbar unter <http://www.tradersmagazine.com/news/-103750-1.html>, zuletzt geprüft am 31.10.2016.

Metzler, Marco; Hens, Thorsten (2009): Die Märkte sind 20 Prozent überbewertet. Blasenbildung durch irrationale Anleger und die Medien als Multiplikator. In: *NZZ Online*, 30.10.2009. Online verfügbar unter http://www.nzz.ch/nachrichten/politik/international/die_maerkte_sind_20_prozent_ueberbewertet_1.3943277.html?video=1.7669593, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Miller, Edward M.: Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. In: *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4, S. 1151–1168. Online verfügbar unter <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/2326520.pdf?acceptTC=true>, zuletzt geprüft am 06.04.2016.

Mittermeier, Martin (2010): Grundlagen und Regulierungsperspektiven von Leerverkäufen. In: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (2), S. 139–149, zuletzt geprüft am 04.02.2016.

Mock, Sebastian (2010): Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte. In: *Wertpapiermitteilungen* (48), S. 2248–2256.

Mock, Sebastian; Stoll, Andreas; Eufinger, Thomas (2007): 20a. In: Heribert Hirte und M.J Möller: *Kölner Kommentar zum WpHG*, Stand: 1. Auflage. 2. Aufl. Köln: Heymann (Kölner Kommentare zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht), S. 636–911.

Möller, Thomas; Christ, Dominique; Harrer, Andreas (2010): Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (30), S. 1167–1170, zuletzt geprüft am 01.05.2016.

Möllers, Christoph; Voßkuhle, Andreas; Walter, Christian (Hg.) (2007): *Internationales Verwaltungsrecht. Eine Analyse anhand von Referenzgebieten*. Tübingen: Mohr Siebeck (Jus internationale et europaeum, 16).

Moloney, Niamh; Ferran, Eilís; Payne, Jennifer (2015): *The Oxford handbook of financial regulation*. Oxford, United Kingdom: Oxford University Press (Oxford handbooks).

Morck, Randal; Yeung, Bernard; Yu, Wayne (2000): The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? In: *Journal of Financial Economics* Vol. 58 (1-2), zuletzt geprüft am 22.04.2016.

Möstl (2011): Rechtsetzung der europäischen und nationalen Verwaltungen. In: *Deutsches Verwaltungsblatt* (17), S. 1076–1084, zuletzt geprüft am 17.03.2016.

- Mülbert, Peter; /Sajnovits, Alexander (2012): Das künftige Regime für Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps nach der Verordnung (EU) Nr. 236/2012. In: *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* (4/12), S. 266–285.
- Münch, Philipp Alexander (2015): Die Ordnungsethik der globalen Finanzkrise. Eine Analyse anhand von Dilemmastrukturen. Wiesbaden: Springer VS (SpringerLink : Bücher).
- Muranaga, Jun: Dynamics of market liquidity of Japanese stocks: An analysis of tick-by-tick data of the Tokyo Stock Exchange. Bank of Japan. Online verfügbar unter <http://www.bis.org/publ/cgfs11muran.pdf>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.
- Nabben, Stefan; Rudolph, Bernd: Funktionen der Börsen als Marktplatz und Dienstleister. In: *Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte*, 6 (Januar 1994). Online verfügbar unter <http://epub.ub.uni-muenchen.de/10429/1/10429.pdf>, zuletzt geprüft am 16.05.2016.
- Nagel, Joachim (2011): "Vorbeugen, nicht reparieren". Interview. In: *Wirtschaftswoche*, 10.02.2011. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/finanzen/joachim-nagel-vorbeugen-nicht-reparieren/5240934.html>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.
- Nixon, Dennis (2009): Securities and Exchange Commission Release No. 34-59748; File No. S7-08-09 (the "Proposed SHO Amendments?"), 09.06.2009. Comment Letter an Securities and Exchange Commission.
- Nölting, Andreas (2008): Spekulanten erschüttern die Börse. In: *Der Spiegel* 2008, 18.09.2008. Online verfügbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,579005,00.html>, zuletzt geprüft am 16.05.2016.
- Northwestern University: Trade and Quote (TAQ) Database. Online verfügbar unter <http://www.kellogg.northwestern.edu/rs/data/taq.aspx>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.
- Nye, Zachary; Johnson, Timothy (2005): Market Efficiency's Hidden Teeth: An Unambiguous Test for Derivative Securities. Online verfügbar unter https://www.researchgate.net/publication/228290073_Market_Efficiency's_Hidden_Teeth_An_Unambiguous_Test_for_Derivative_Securities, zuletzt geprüft am 17.05.2016.
- O' Hara, Maureen (2004): Liquidity and financial market stability. NBB Working Paper No. 55. National Bank of Belgium. Online verfügbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1691574, zuletzt geprüft am 31.05.2016.
- o.V.: Anlegerverhalten in Theorie und Praxis. In: *Monatsbericht Deutsche Bundesbank* Januar 2011, S. 45–58. Online verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2011/2011_01_anlegerverhalten.pdf?__blob=publicationFile, zuletzt geprüft am 30.05.2016.
- o.V. (1931): National Affairs: Hoover on Shorts. In: *Time Magazine (US)*, 20.07.1931. Online verfügbar unter <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,742043,00.html>, zuletzt geprüft am 10.04.2016.
- o.V. (2004): Superhausse führte 1929 zum Börsencrash. In: *Handelsblatt*, 19.10.2004. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-inside/superhausse-fuehrte-1929-zum-boersencrash;806198>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.
- o.V. (2007): The US Model for Clearing and Settlement. An Overview of DTCC. Hg. v. The Depository Trust & Clearing Corporation. The Depository Trust & Clearing Corporation. Online verfügbar unter <http://www.getoutofdebtfree.org/forum/viewtopic.php?f=109&t=34338#p73210>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

- o.V. (2009): Introduction to Securities Lending. Standard & Poor's. Online verfügbar unter <http://tabbforum.com/researches/standard-and-poors-introduction-to-securities-lending>, zuletzt geprüft am 19.05.2016.
- Oesterhelweg, Olaf; Schiereck, Dirk: Meßkonzepte für die Liquidität von Finanzmärkten. In: *Die Bank : Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis* 7/93, S. 390–397, zuletzt geprüft am 21.04.2016.
- Ohler, Christoph (2013): Europäische Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit. Zahlungsverkehrsfreiheit: Kommentar zu den Artikeln 56 bis 60 EGV, der Geldwäscherichtlinie und Überweisungsrichtlinie. [S.l.]: Springer, zuletzt geprüft am 23.02.2016.
- Olsen, Richard; Dacorogna; Müller, Ulrich; Pictet, Oliver (1992): Going Back to the Basics – Rethinking Market Efficiency. Online verfügbar unter https://www.olseninvest.com/customer/pdf/paper/921202_efficiency.pdf, zuletzt geprüft am 17.06.2016.
- Osborn, Simon (2013): Revised short-selling rules commence in Japan. The Trade - Asset International. Online verfügbar unter <http://www.thetradenews.com/Asset-Classes/Equities/Revised-short-selling-rules-commence-in-Japan/>, zuletzt aktualisiert am 05.11.2013, zuletzt geprüft am 23.05.2016.
- Oskooe, Seyyed; Li, Hong; Shamsavari, Ali (2010): The Random Walk Hypothesis in Emerging Stock Market. In: *International Research Journal of Finance and Economics* (50), S. 51–61. Online verfügbar unter <http://eprints.kingston.ac.uk/26336/>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.
- Ostler, Nicolas A. (2010): Stimmrecht ohne Beteiligungsinteresse. Erwerb und Ausübung des Aktienstimmrechts ohne das Vermögensinteresse an der Beteiligung. Frankfurt, M., New York: P. Lang (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien, 92), zuletzt geprüft am 09.02.2016.
- Parijs, Mathieu (2015): Study of the impact of the European Short Sell Regulation on the European stock markets' liquidity, volatility and price formation process. Universite Catholique de Louvain. Online verfügbar unter http://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/fr/object/thesis%3A2534/datastream/PDF_01/view, zuletzt geprüft am 27.05.2016.
- Park, Tido; Bottmann, Ute (Hg.) (2013): Kapitalmarktsstrafrecht. Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance; Handkommentar. 3. Aufl. Baden-Baden: Nomos (NomosKommentar).
- Pastor, Lubos; Stambaugh, Robert (2003): Liquidity Risk and Expected Stock Returns. In: *The Journal of Political Economy* 111 (3), S. 642–685. Online verfügbar unter <http://pages.stern.nyu.edu/~lpederse/courses/LAP/papers/TransactionCosts/PastorStam.pdf>, zuletzt geprüft am 19.05.2016.
- Pekuth, Kirill (2009): Analysis of the Effect of Short Sales on the Demise of Lehman Brothers Holding Inc. Online verfügbar unter <http://2p3hfwqbf6o3bs9g5tpqw3k05.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2012/03/Kirill-Petukh.pdf>, zuletzt geprüft am 10.05.2016.
- Petersdorf, Winand von (2013): Die gute Bank hat viel Kapital. Was treiben die Banken (10). In: *FAZ Net*, 16.07.2013. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/was-treiben-die-banken/was-treiben-die-banken-10-die-gute-bank-hat-viel-kapital-12273767.html>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Petersdorff, Winand (2008): Eine Blumenzwiebel für 87.000 Euro. Historische Finanzkrisen: Niederlande 1637. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ Net)*, 23.05.2008, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Petram, Lodewijk Otto: THE WORLD'S FIRST STOCK EXCHANGE. How the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700. Universiteit van Amsterdam, Amsterdam. Online verfügbar unter <http://dare.uva.nl/document/201694>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

Pickartz, Elke (2013): "You can't beat the market". Geistesblitze der Ökonomie (VIII). In: *Wirtschaftswoche (online)*, 05.10.2013. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/politik/konjunktur/geistesblitze-der-oekonomie-viii-you-cant-beat-the-market/8855882-all.html>, zuletzt geprüft am 28.04.2016.

Plickert, Philip (2014): Mit drei magischen Worten in die neue Eurowelt. „Whatever it takes“. In: *FAZ Net*, 25.07.2014. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/whatever-it-takes-mit-drei-magischen-worten-in-die-neue-eurowelt-13064843.html>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Poitras, Geoffrey: The Early History of Option Contracts. Simon Fraser University, Vancouver, B.C. Faculty of Business Administration. Online verfügbar unter [http://www.sfu.ca/~poitras/heinz_\\$\\$\\$.pdf](http://www.sfu.ca/~poitras/heinz_$$$.pdf), zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Poitras, Geoffrey; Jovanovic, Frank (Hg.) (2007): *Pioneers of Financial Economics. Twentieth-Century Contributions. Volume 1. 2 Bände.* Montral, Canada.

Puccio; Laura; Puccio, Laura (2015): TTIP und Regulierung der Finanzmärkte. Regelungsautonomie versus Fragmentierung : eingehende Analyse. Luxembourg: Publications Office. Online verfügbar unter [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/559494/EPRS_IDA\(2015\)559494_DE.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/559494/EPRS_IDA(2015)559494_DE.pdf), zuletzt geprüft am 31.05.2016.

Rat der Europäischen Union (2010): Interinstitutional File: 2010/0251 (COD) - 17039/10. Brüssel. Online verfügbar unter <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=DE&f=ST%2017039%202010%20INIT>, zuletzt geprüft am 31.05.2016.

Regierung des Vereinigten Königreichs Großbritannien und Nordirland (2012): *Klage des Vereinigten Königreich Großbritannien und Nordirland./.* Rat der Europäischen Union, Europäisches Parlament (Rechtssache C-270/12). Online verfügbar unter <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=126044&pageIndex=0&doclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=392168>, zuletzt geprüft am 13.04.2016.

Reiche, Lutz; Rottwilm, Christoph (2010): Börse rätselt über Verzweiflungstat. In: *Manager Magazin online*, 19.05.2010. Online verfügbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-695602-2.html>, zuletzt geprüft am 01.05.2016.

Rhoades, Ron A. (2009): *Estimating the Total Fees and Costs of Stock Mutual Funds and ETFs.* A Joseph Capital Management, LLC White Paper. Hg. v. Joseph Capital Management, LLC. Joseph Capital Management, LLC. Online verfügbar unter <http://www.josephcapital.com/EstimatingtheTotalCostsofStockMutualFunds200904.pdf>, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

Ross, Levine: A Spur to Economic Growth. In: *Finance & Development* März 1996, S. 7–10. Online verfügbar unter <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/03/pdf/levine.pdf>, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

Roßbach, Peter (2001): Behavioral Finance: Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie? Hg. v. Hochschule für Bankwirtschaft. Frankfurt am Main (31). Online verfügbar unter <http://www.frankfurt-school.de/clicnetclm/fileDownload.do?goid=000000094889AB4>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Rothbard, Murray N. (2000): America's Great Depression. 5. Aufl. Auburn, Alabama, USA.

Rottwilm, Christoph (2010): Warum das deutsche Zock-Verbot nichts bringt. Alleingang bei Leerverkäufen. In: *Der Spiegel*, 23.05.2010. Online verfügbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,696113,00.html>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Ruffert, Matthias (2009): Die Grundfreiheiten im Recht der Europäischen Union. In: *Juristische Schulungen* 49 (2), S. 97–103, zuletzt geprüft am 09.02.2016.

Ruffert, Matthias (Hrsg) (Hg.) (2013-): Enzyklopädie Europarecht (EnzEuR). Band 5. 1. Auflage. Baden-Baden, Zürich, Wien: Nomos; Dike; Facultas.wuv, zuletzt geprüft am 09.03.2016.

Ryter, Jon Christian (2011): Destroying the Market 101. Short Sellers. Conservative Action Alerts. Online verfügbar unter <http://www.jonchristianryter.com/2011/110802.html>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010/2011): Jahresgutachten 2010/11. Chancen für einen stabilen Aufschwung. Wiesbaden.

Säcker, Franz-Jürgen; Rixecker, Roland; Oetker, Hartmut; Krüger, Wolfgang; Westermann, Harm Peter; Henssler, Martin et al. (Hg.) (2012-): Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch. 6. Aufl. München: Beck.

Sadka, Ronnie; Scherbina, Anna (2004): Analyst Disagreement, Mispricing and Liquidity. Washington Business School/ Harvard Business School. Online verfügbar unter <http://pages.stern.nyu.edu/~sbrown/bonaire/Papers/anal10604.pdf>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Saffi, Pedro A. C.; Sigurdsson, Kari (2011): Price efficiency and short selling. In: *The Review of Financial Studies* (v 24 n 3 2011), S. 821–852. Online verfügbar unter <http://rfs.oxfordjournals.org/content/24/3/821.full.pdf+html>, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

Sai, Ouafya; Tadinac, Marin (2009): Liquidität der Kapitalmärkte. Eine Untersuchung mittels Bid-Ask-Spread, Handelsvolumen und Marktkapitalisierung. Hamburg: Diplomica Verl.

Salter, Christopher; Chase, Christopher (2007): short selling and naked shorts in the regulation sho environment. In: *The Review of Securities & Commodities* (40-20:231), zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Sanati, Cyrus (2009): Debate Heats Up Over Naked Short-Selling. In: *The New York Times*, 03.09.2009. Online verfügbar unter <http://dealbook.nytimes.com/2009/09/30/debate-heats-up-over-naked-short-selling/>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Santos, Joseph (2010): A History of Futures Trading in the United States. Economic History Association. Online verfügbar unter <http://eh.net/encyclopedia/a-history-of-futures-trading-in-the-united-states/>, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Saporito, Bill (2008a): Are Short Sellers to Blame for the Financial Crisis? In: *Time (online)*, 18.09.2008. Online verfügbar unter <http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1842499,00.html>, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Saporito, Bill (2008b): Are Short Sellers to Blame for the Financial Crises? In: *Time* 2008, 18.09.2008. Online verfügbar unter <http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1842499,00.html>, zuletzt geprüft am 16.06.2016.

Saurer, Johannes (2010): Individualrechtsschutz gegen das Handeln der Europäischen Agenturen. In: *Europarecht (EuR)*, S. 51–66.

Schäfers, Manfred (2010): Gesetz gegen Leerverkäufe kommt. Finanzmarktregulierung. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (online)*, 02.06.2010. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/finanzmarktregulierung-gesetz-gegen-leerverkaeufe-kommt-1996052.html>, zuletzt geprüft am 30.04.2016.

Scheinkman, Jose'; Xiong, Wei (2003): Overconfidence and Speculative Bubbles. In: *Journal of Political Economy* (vol. 111, no. 6), S. 1183–1219. Online verfügbar unter <http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/bubble.pdf>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Scheufele, Bertram; Haas, Alexander (2008): Medien und Aktien. Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen. 1. Aufl. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwiss.

Schierack, Dirk (1995): Internationale Börsenplatzentscheidungen institutioneller Investoren. Wiesbaden, Mannheim: Gabler (Neue betriebswirtschaftliche Forschung, 160).

Schimansky, Herbert; Bunte, Hermann Josef; Lwowski, Hans-Jürgen (2011): Bankrechts-Handbuch II. 4. Aufl. 2 Bände. München: C.H. Beck; Beck.

Schlacke, Sabine (2013): Komitologie nach dem Vertrag von Lissabon. Die neue Bedeutung des Ausschusswesens für delegierte und Durchführungs- Rechtsetzung. In: *Jahrbuch des öffentlichen Rechts* 61, S. 293.

Schluss mit der Zockerei. Finanzen kompakt (2010). In: *Süddeutsche.de*, 02.06.2010. Online verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/geld/finanzen-kompakt-schluss-mit-der-zockerei-1.953253>, zuletzt geprüft am 08.05.2016.

Schlüter, Uwe (2003): Die Liquidität der Börse ist in Gefahr. In: *Börsen- Zeitung*, 07.02.2003 (26), S. 3. Online verfügbar unter http://www.ra-schluter.de/resources/Liquiditaet_Boersenztg07.02.2003.pdf, zuletzt geprüft am 16.05.2016.

Schmitz, Gregor Peter (2015): Freihandelsabkommen: TTIP hebt Finanzmarktregulierung aus. In: *Spiegel Online*, 27.01.2015. Online verfügbar unter <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/ttip-freihandelsabkommen-bedroht-finanzmarktregulierung-a-1015165.html>, zuletzt geprüft am 31.05.2016.

Schröder, Christian (2007): Handbuch Kapitalmarktstrafrecht. Köln: Carl Heymanns Verlag; Heymann.

Schröder, Christian (2010): Handbuch Kapitalmarktstrafrecht. 2. Aufl. Köln: Heymann.

Schröder, Christian (2015): Handbuch Kapitalmarktstrafrecht. 3. Aufl. Köln: Heymanns.

Schulze, Reiner; Zuleeg, Manfred; Kadelbach, Stefan (Hg.) (2015): Europarecht. Handbuch für die deutsche Rechtspraxis. 3. Aufl. Baden-Baden: Nomos.

Schumann, Eva (Hg.) (2015): Hierarchie, Kooperation und Integration im Europäischen Rechtsraum. 17. Symposium der Kommission "Die Funktion des Gesetzes in Geschichte und Gegenwart". Kommission "Die Funktion des Gesetzes in Geschichte und Gegenwart". Berlin, Boston: De Gruyter Akademie Forschung (Abhandlungen der Akademie der Wissenschaften zu Göttingen, neue Folge, Band 38), zuletzt geprüft am 18.03.2016.

- Schwab, Charles (2008): Restore the Uptick Rule, Restore Confidence. In: *The Wall Street Journal*, 09.12.2008. Online verfügbar unter <http://online.wsj.com/article/SB122878208553589809.html>, zuletzt geprüft am 28.05.2016.
- Schwark, Eberhard; Beck, Heiko (Hg.) (2010): Kapitalmarktrechts-Kommentar. Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz. 4., neubearb. u. erw. Aufl. München: Beck (Beck-online : Bücher).
- Schwarze, Jürgen; Becker, Ulrich (Hg.) (2012): EU-Kommentar. 3. Aufl. Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges., zuletzt geprüft am 11.02.2016.
- Schwert, William (1998): Stock Market Volatility: Ten Years After the Crash. In: *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* (Vol I, pp.), S. 65–114. Online verfügbar unter <http://schwert.ssb.rochester.edu/bwp98.pdf>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Schwintowski, Hans-Peter (Hg.) (2014): Bankrecht. 4. Aufl. Köln: Heymann, zuletzt geprüft am 02.05.2016.
- SEC eliminates option market- maker exception to close-out requirement of regulation sho (2008). In: *Dechert on Point* (October 2008/ Issue 34), S. 1–4, zuletzt geprüft am 13.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (1999): 17 CFR PART 240/ Release No. 34-42037; File No. S7-24-99/ RIN 3235-AH84/ Short Sales. SEC Concept Release: Short Selling. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, zuletzt geprüft am 14.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (2004a): Release No. 34-50103; File No. S7-23-03. 17 CFR PARTS 240, 241 and 242. RIN 3235-AJ00 (Final rule; Interpretation). Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/final/34-50103.htm#V>, zuletzt aktualisiert am 02.08.2004, zuletzt geprüft am 25.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (2004b): About Settling Trades in Three Days: T+3. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/investor/pubs/tplus3.htm>, zuletzt aktualisiert am 21.05.2004, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (15.07.2008): Emergency Order Release No. 58166 / July 15, 2008. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf>, zuletzt geprüft am 03.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (21.09.2008): RELEASE NO. 58591A. Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58591a.pdf>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.
- Securities and Exchange Commission (01.10.2008): RELEASE NO. 58711/. Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58711.pdf>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.
- Sellberg, Lars-Ivar; Henrikson, Fredrik (2011): Measuring market quality. Cinnober Financial Technology AB; Scila AB. Online verfügbar unter http://www.cinnober.com/sites/cinnober.com/files/news/WP_Measuring_market_quality_0.pdf, zuletzt geprüft am 22.05.2016.
- Sernc, Istok (ca. 2009): Das Leerverkaufsverbot aus internationaler Perspektive. Kapitalmarktrechtliche Analyse der Short Selling Regulierung in Deutschland, Großbritannien, Österreich und den USA und daraus resultierende Implikationen für den Kapitalmarkt. 1. Aufl. Norderstedt: Books on Demand.
- Shams, Mirfeyz; Zamanian, Gholamreza; Kahreh, Zahra; Kahreh, Mohammad (2011): The Relationship between Liquidity Risk and Stock Price: An Empirical Investigation of the

Tehran Stock Exchange. In: *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* (Issue 30), S. 7–20. Online verfügbar unter https://www.researchgate.net/publication/289334477_The_relationship_between_liquidity_risk_and_stock_price_An_empirical_investigation_of_the_Tehran_Stock_Exchange, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Schlimbach, Friedrich (2015): Leerverkäufe: Die Regulierung des gedeckten und ungedeckten Leerverkaufs in der Europäischen Union, Tübingen, Mohr Siebeck, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Shearman & Sterling LLP (2010): Global Clampdown on Short Selling. an Overview. Client Publication. Online verfügbar unter [http://www.shearman.com/files/Publication/357422dc-2ea6-4bb4-94ee-9626d5ca318e/Presentation/PublicationAttachment/4ac15f73-54ac-4b11-937d-b91f4f8155e2/ESAG-021210-%20Update%20of%20Short%20Selling%20Note%20\(v6\).pdf](http://www.shearman.com/files/Publication/357422dc-2ea6-4bb4-94ee-9626d5ca318e/Presentation/PublicationAttachment/4ac15f73-54ac-4b11-937d-b91f4f8155e2/ESAG-021210-%20Update%20of%20Short%20Selling%20Note%20(v6).pdf), zuletzt geprüft am 16.04.2016.

Shkilko, Andriy; van Ness, Bonnie; van Ness, Robert (2009): Aggressive Short Selling and Price Reversals. Wilfrid Laurier University; University of Mississippi, Waterloo, Ontario, Canada, Oxford, Mississippi, USA.

Shkilko, Andriy; van Ness, Bonnie; van Ness, Robert (2012): Short Selling and Intraday Price Pressures. In: *Financial Management* 41 (2), S. 345–370. Online verfügbar unter <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1755-053X.2012.01189.x/abstract>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

Siekman, Helmut: Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem. WORKING PAPER SERIES NO. 40 (2010). Online verfügbar unter http://www.imfs-frankfurt.de/fileadmin/user_upload/pdf/WP_40_2010_Siekman.pdf, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

Siekman, Helmut (2008): Leerverkaufsverbot der BaFin hat rechtliche Mängel. Gastbeitrag. In: *Börsen-Zeitung* 7.10.2008 (193), S. 19–20.

Simpson Thacher & Bartlett LLP (Hg.) (2010): Short Sale Regulation Update: SEC Adopts “Alternative Uptick Rule”. Memorandum. Simpson Thacher & Bartlett LLP. Online verfügbar unter <http://www.stblaw.com/content/publications/pub957.pdf>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP (27.05.2010): The Financial Services Act 2010: Enhanced Powers For The Financial Services Authority. Online verfügbar unter <http://www.skadden.com/Index.cfm?contentID=51&itemID=2088>, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Skowron, Magdalena (2014): Kapitalmarktrecht: Rechtmäßigkeit der Eingriffsbefugnisse der ESMA nach Art. 28 Leerverkaufsverordnung. In: *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (09), S. 349 ff, zuletzt geprüft am 23.03.2016.

Sleegers, Anna (2010): Mit den eigenen Waffen geschlagen. Hedgefonds gegen Porsche. In: *Frankfurter Rundschau (online)*, 29.08.2010. Online verfügbar unter <http://www.fr-online.de/wirtschaft/hedgefonds-gegen-porsche-mit-den-eigenen-waffen-geschlagen,1472780,4598544.html>, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

Soergel, Hans Theodor; Spickhoff, Andreas (Hg.) (2005): Bürgerliches Gesetzbuch. Mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen. 13. Aufl. Stuttgart [etc.]: W. Kohlhammer, zuletzt geprüft am 03.11.2015.

Sozialdemokratische Partei Deutschlands (2009): Beschlüsse des ordentlichen Bundesparteitag der SPD. Dresden, 13.– 15. November 2009, 13.11.2009. Online verfügbar

unter

https://www3.spd.de/linkableblob/1780/data/beschlussbuch_bundesparteitag_dresden_2009.pdf, zuletzt geprüft am 25.04.2016.

Staaten halfen Banken mit 1,6 Billionen Euro. Bankenrettung in der EU (2012). In: *Focus online*, 21.12.2012. Online verfügbar unter http://www.focus.de/finanzen/news/bankenrettung-in-der-eu-staaten-halfen-banken-mit-1-6-billionen-euro_aid_886827.html, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Stärkster Kurssturz seit dem 11. September 2001. Dow-Jones-Index fällt um mehr als 500 Punkte (2008). In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (online)*, 15.09.2008. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/dow-jones-index-faellt-um-mehr-als-500-punkte-staerkster-kurssturz-seit-dem-11-september-2001-1278606.html>, zuletzt geprüft am 19.04.2016.

Staudinger, Fischinger, Philipp S.; Habermann, Norbert (Hg.) (2011): §§ 134-138; Anh. zu § 138: ProstG. (Allgemeiner Teil 4a). Neubearb. 2011. Berlin: Sellier - de Gruyter (J. von Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 1. Buch, Par. 134-138, Ed. 2011).

Stelkens, Paul; Bonk, Heinz Joachim; Neumann, Werner (Hg.) (2014): *Verwaltungsverfahrensgesetz. Kommentar*. 8. Aufl. München: Beck (Beck-online : Bücher), zuletzt geprüft am 30.11.2015.

Stelkens, Ulrich (2012): Rechtsetzung der europäischen und der nationalen Verwaltungen. In: *Veröffentlichungen der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer* (71), S. 269–417, zuletzt geprüft am 17.03.2016.

Streinz, Rudolf; Kruis, Tobias; Michl, Walther (Hg.) (2012): *EUV/AEUV. Vertrag über die Europäische Union und Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union*. 2. Aufl. München: Beck.

Streit, Ryan (2014): Deciphering Dodd-Frank: The SEC's Renewed Focus on Short Selling. University of Pennsylvania (Wharton School). Philadelphia, Pennsylvania, U.S. Online verfügbar unter <http://publicpolicy.wharton.upenn.edu/live/news/421-deciphering-dodd-frank-the-secs-renewed-focus-on>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Sultoon, Jeffrey; Holmes, Nicolas (2012): New short selling rules in the UK from 1 November 2012. Ashurst LLP. London. Online verfügbar unter [file:///C:/Users/Dirk/Downloads/25967446%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Dirk/Downloads/25967446%20(1).pdf), zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Surowiecki, James (2002): Short and distort. The financial page. In: *The New Yorker*, 12.08.2002. Online verfügbar unter http://www.newyorker.com/archive/2002/08/12/020812ta_talk_surowiecki, zuletzt geprüft am 01.06.2016.

Swart, Daniël Jacobus; Hoffman, A. J. (2013): Analysis of the post-earnings announcement drift anomaly on the JSE. In: *Investment Analysts Journal* (77), S. 17–34. Online verfügbar unter <http://www.iassa.co.za/wp-content/uploads/IAJ77-2-Swart-Hoffman-final.pdf>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

SWX Swiss Exchange Europe (03.03.2008): virt-x heisst neu SWX Europe. Medienmitteilung. Online verfügbar unter https://www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media_release_200803031127_de.pdf, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Szalay, Claudia A. (2008): Wie Leerverkäufe funktionieren. In: *Neue Züricher Zeitung*, 10.10.2008.

Taibbi, Matt (2010): Wall Street's Naked Swindle. In: *Rolling Stone*, 05.04.2010. Online verfügbar unter <http://www.rollingstone.com/politics/news/wall-streets-naked-swindle-20100405>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

Takahashi, Hidetomo; Xu, Peng (2013): Predatory short-selling and covering around pre-announced deletions from index composition: Evidence from the Nikkei 225 deletions. Hosei University. Online verfügbar unter <file:///C:/Users/Dirk/Downloads/SSRN-id2312012.pdf>, zuletzt geprüft am 14.05.2016.

The University of Warwick (2009): The Warwick Commission on International Financial Reform: In Praise of Unlevel Playing Fields // The Warwick Commission on International Financial Reform. In praise of unlevel playing fields ; the report of the second Warwick Commission. Coventry: University of Warwick and the Centre for International Governance Innovation (CIGI). Online verfügbar unter <http://www.stephanygj.net/papers/Warwick-Commission.pdf>, zuletzt geprüft am 15.03.2016.

Theissen, Eric: Liquiditätsmessung auf experimentellen Aktienmärkten. In: Kredit und Kapital, Heft 32/1999, S. 225–264. Online verfügbar unter <http://www.econbiz.de/archiv/f/uf/finanzierung/liquiditaetsmessung.pdf>, zuletzt geprüft am 15.05.2016.

TPN/ LUSA (2014): Stock market authorities ban short-selling in BCP shares. In: *The Portugal News online*, 07.08.2014. Online verfügbar unter <http://www.theportugalnews.com/news/stock-market-authorities-ban-short-selling-in-bcp-shares/32340>, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Trares, Thomas (2011): Kapitalmärkte: Die Effizienzmarkthypothese gerät ins Wanken. 1. Aufl. München: GBI-Genios Verlag (Kindle Edition), zuletzt geprüft am 11.05.2016.

Treanor, Jill; Fletcher, Nick; Clark, Andrew (2009): John Paulson reaps up to £300m from short-selling bank stocks. In: *The Guardian (online)*, 10.03.2009. Online verfügbar unter <https://www.theguardian.com/business/2009/mar/10/john-paulson-short-selling>, zuletzt geprüft am 20.05.2016.

Trocchio, Michael; Callcott, W. Hardy (2009): SEC Permanently Adopts a Short Sale Close-Out Requirement Under Rule 204, Lets Form SH Filing Requirement Expire. Hg. v. Bingham McCutchen LLP. Online verfügbar unter <http://www.bingham.com/Media.aspx?MediaID=8969>, zuletzt geprüft am 01.12.2015.

Trüg, Gerson: Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar? In: Neue Juristische Wochenschrift, 44/2009, S. 3202–3206, zuletzt geprüft am 15.04.2016.

Trüg, Gerson; Habetha, Jörg (2007): Zur Rechtsfigur des Betrugs durch schlüssiges Verhalten - Der Fall "Hoyzer". In: *Juristenzeitung*, S. 878–883, zuletzt geprüft am 13.02.2016.

Tunkel, Daniel; Butler, David (2008): The FSA's Ban on Short-Selling. When draconian measures have unforeseen consequences. In: *The Hedgefund Journal*. Online verfügbar unter <http://www.thehedgefundjournal.com/magazine/200810/technical/the-fsas-ban-on-short-selling-.php>, zuletzt geprüft am 17.04.2016.

Tyrolt, Jochen; Bingel, Adrian: Short Selling - Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen. In: Betriebs- Berater, Bd. 24.2010, S. 1419–1427, zuletzt geprüft am 15.04.2016.

U.S Securities and Exchange Commission: SEC Charges Miami-Based Trader With Insider Trading and Short Selling Violations. Press Release 2013-254. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540433928>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (1988): The October 1987 Market Break. A Report by the Division of Market Regulation, U.S. Securities and Exchange Commission. Washington D.C. (Stock number: 046-000-00141-9.).

U.S. Securities and Exchange Commission (28.07.2004): Securities Exchange Act of 1934/ Release No. 50104 / July 28, 2004 / Order Suspending The Operation of Short Sale Price Provisions For Designated Securities And Time Period. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/34-50104.htm>, zuletzt geprüft am 18.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2005a): Regulation SHO — Pilot Program. Background. U.S. Securities and Exchange Commission. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/spotlight/shopilot.htm>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (2005b): Key Points About Regulation SHO. Division of Market Regulation. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm>, zuletzt geprüft am 24.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2006): Memorandum. Subject: Fails to Deliver Pre- and Post-Regulation SHO. Office of Economic Analysis. Washington D.C. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/spotlight/failstodeliver082106.pdf>, zuletzt geprüft am 27.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2007): Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot. Office of Economic Analysis. Washington D.C. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (18.07.2008): SEC Release 34-58190 /Amendments to Emergency Order Pursuant to Section 12(k)2 of The Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments, S. 1–5. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58190.pdf>, zuletzt geprüft am 11.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (29.07.2008): Release No. 58248/ July 29, 2008/ Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of The Securities Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments, S. 1–2. Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58248.pdf>, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2008): Rule 144: Selling Restricted and Control Securities. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/investor/pubs/rule144.htm>, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (17.09.2008): Release No. 34-58572/ September 17, 2008 / Emergency Order Pursuant to. Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market. Developments. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58572.pdf>, zuletzt geprüft am 07.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (18.09.2008a): Emergency Order Release No. 34-58592 / September 18, 2008. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58592.pdf>, zuletzt geprüft am 23.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (18.09.2008b): Securities Exchange Act of 1934 / Release No. 58591 / September 18, 2008 / Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58591.pdf>, zuletzt geprüft am 15.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (19.09.2008): SEC Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets. Commission Also Takes Steps to Increase Market Transparency and Liquidity. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>, zuletzt geprüft am 11.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (21.09.2008): Release No. 58611. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58611.pdf>, zuletzt geprüft am 03.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (01.10.2008): Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases. 2008-235. Washington D.C. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>, zuletzt geprüft am 06.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (02.10.2008): Release No. 58724. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58724.pdf>, zuletzt geprüft am 25.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (14.10.2008a): 17 CFR PART 240 [Release No. 34-58774; File No. S7-08-08] RIN 3235-AK06, S. 1–41. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58774.pdf>, zuletzt geprüft am 31.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (14.10.2008b): 17 CFR PART 242 [Release No. 34-58773; File No. S7-30-08], S. 1–93. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58773.pdf>, zuletzt geprüft am 26.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (15.10.2008): Release No. 34–58785; File No. S7–31–08 / RIN 3235–AK23. In: Federal Register. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58785fr.pdf>, zuletzt geprüft am 26.04.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (27.07.2009a): 17 CFR PARTS 200 and 242 [Release No. 34-60388; File No. S7-30-08] RIN 3235-AK22, S. 1–100. Online verfügbar unter <https://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60388.pdf>, zuletzt geprüft am 05.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (27.07.2009b): SEC Takes Steps to Curtail Abusive Short Sales and Increase Market Transparency. For immediate release 2009-172. Washington D.C. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-172.htm>, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2010): Short Sale Price Test Restrictions. A Small Entity Compliance Guide. U.S. Securities and Exchange Commission. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595-secg.htm>, zuletzt aktualisiert am 16.04.2010, zuletzt geprüft am 09.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (26.02.2010): 17 CFR PART 242 / Release No. 34-61595; File No. S7-08-09 / RIN 3235-AK35 / Amendments to Regulation SHO, S. 1–334. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-61595.pdf>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (04.11.2010): 17 CFR PART 242 [Release No. 34-63247; File No. S7-08-09] RIN 3235-AK35, S. 1–5. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63247.pdf>, zuletzt geprüft am 13.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2011a): Short Sale Volume and Transaction Data. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/answers/shortsalevolume.htm>, zuletzt aktualisiert am 20.04.2015, zuletzt geprüft am 22.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (Hg.) (2011b): Frequently Asked Questions About Form 13F. Division of Investment Management. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/divisions/investment/13ffaq.htm>, zuletzt aktualisiert am 03.09.2015, zuletzt geprüft am 15.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (2015): Threshold Securities. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/answers/threshold.htm>, zuletzt aktualisiert am 13.04.2015, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

U.S. Securities and Exchange Commission (2014): Short Sale Position and Transaction Reporting. As Required by Section 417 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/dera/reportspubs/special-studies/short-sale-position-and-transaction-reporting.pdf>, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

UBS (Hg.) (2008): New SEC Short Sale Antifraud Rule 10b-21. UBS Investment Bank. Online verfügbar unter http://www.ibb.ubs.com/marketing_campaigns/equities_execution/downloads/shortsale_antifraud_rule_us.pdf, zuletzt geprüft am 22.04.2016.

University of Warwick (2015): Did short-selling trigger the financial crash? Online verfügbar unter <http://www.wbs.ac.uk/news/did-short-selling-trigger-the-financial-crash/>, zuletzt geprüft am 19.05.2016.

Vallely, Bernard: The Efficient Market Hypothesis, Insider Trading and their relationship with today's stock markets. Cork Institute of Technology. Online verfügbar unter <http://www.cpairland.ie/docs/default-source/Students/Study-Support/P2-Strategic-Corporate-Finance/the-efficient-market-hypothesis-insider-trading-and-their-relationships-with-today's-stock-markets.pdf?sfvrsn=2>, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

van Dillen, J.G (2007): Isaac Le Maire and the Share Trading of the Dutch East India Company. Isaac le Maire et le commerce des actions de la Compaigne de Indes Orientales. Unter Mitarbeit von Geoffrey Poitras und Asha Majithia. In: Geoffrey Poitras und Frank Jovanovic (Hg.): *Pioneers of Financial Economics. Twentieth-Century Contributions. Volume 1, Volume 1. 2 Bände.* Montral, Canada, S. 45–67. Online verfügbar unter http://www.sfu.ca/~poitras/ch2_lemaire.pdf.

van Gestel, Rob (2014): European Regulatory Agencies Adrift? Case C-270/12 United Kindom of Great Britain and Northern Ireland v. European Parliament an Council of the European Union, Judgment of 22 January 2014, not yet reported. In: *Maastricht journal of European and comparative law* 21 (1), S. 188–196, zuletzt geprüft am 23.03.2016.

Vedder, Christoph Wilhelm (Hg.) (2012): *Europäisches Unionsrecht. EUV, AEUV, Grundrechte-Charta : Handkommentar mit den vollständigen Texten der Protokolle und Erklärungen und des EAGV.* Baden-Baden: Nomos.

Velauthapillai, Jeyakrishna (2015): Makroprudenzielle Regulierung – eine kurze Einführung und ein Überblick. Discussion Paper No. 490. Diskussionsbeiträge der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft. Fernuniversität Hagen. Online verfügbar unter <https://www.fernuni-hagen.de/imperia/md/images/fakultaetwirtschaftswissenschaft/db-490.pdf>, zuletzt geprüft am 26.05.2016.

Verbot von Leerverkäufen: Deutscher Alleingang verwirrt Börsen weltweit (2015). In: *Spiegel Online*, 19.05.2015, zuletzt geprüft am 01.12.2015.

Vetter, Rainer (2005): Die Kompetenzen der Gemeinschaft zur Gründung von unabhängigen Agenturen. In: *Die Öffentliche Verwaltung* (17), S. 721–731.

Vogt, Edda; Liebing, Dorothee (2012): Stichwort Liquidität: Hin und Her macht Taschen leer. Börse Frankfurt. Frankfurt. Online verfügbar unter <http://www.finanzen.net/nachricht/aktien/Boerse-Frankfurt-Wissen-Hin-und-Her-macht-Taschen-leer-1939697>, zuletzt aktualisiert am 04.07.2012, zuletzt geprüft am 17.05.2016.

Voßkuhle, Andreas (2012): Verfassungsgerichtsbarkeit und europäische Integration. Festvortrag anlässlich des Festaktes zum Österreichischen Verfassungstag am 1. Oktober 2012. Wien, 10.10.2012. Online verfügbar unter [https://www.vfgh.gv.at/cms/vfgh-site/attachments/5/6/8/CH0004/CMS1352197057289/verfassungsgerichtsbarkeit_und_europaeische_integration_\(hupp-neu\).pdf](https://www.vfgh.gv.at/cms/vfgh-site/attachments/5/6/8/CH0004/CMS1352197057289/verfassungsgerichtsbarkeit_und_europaeische_integration_(hupp-neu).pdf), zuletzt geprüft am 06.04.2016.

Wabnitz, Heinz-Bernd; Janovsky, Thomas (2007): Handbuch des Wirtschafts- und Steuerstrafrechts. 3. Aufl. München: C.H. Beck.

Wahl, Rainer; Groß, Detlef (1998): Die Europäisierung des Genehmigungsrechts am Beispiel der Novel Food-Verordnung. Anhandlungen. In: *Deutsches Verwaltungsblatt*, S. 2–13, zuletzt geprüft am 23.04.2016.

Wahlstrom, Courtney (2008): Beta; A Statistical Analysis of a Stock's Volatility. Iowa State University, Master of School Mathematics. Online verfügbar unter <http://docplayer.net/9699609-Beta-a-statistical-analysis-of-a-stock-s-volatility-courtney-wahlstrom-iowa-state-university-master-of-school-mathematics-creative-component.html>, zuletzt geprüft am 29.05.2016.

Walla, Fabian: Kapitalmarktrechtliche Normsetzung durch Allgemeinverfügung? In: *Die Öffentliche Verwaltung* (20), S. 853–857, zuletzt geprüft am 30.03.2016.

Walter, Elise B. (2010): Opening Remarks Regarding Short Sale Price Restrictions. Speech by SEC Commissioner. US Securities and Exchange Commission. SEC. Washington D.C., 24.02.2010. Online verfügbar unter <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch022410ebw-shortsales.htm>, zuletzt geprüft am 06.05.2016.

Weber, Martin (2000): Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt. In: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* (3), S. 113–129, zuletzt geprüft am 05.05.2016.

Weidmann, Jens (2014): Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Kapitalmärkten. Rede beim Jahresempfang des Deutschen Aktieninstituts e. V. Deutsche Bundesbank. Frankfurt am Main, 22.05.2014. Online verfügbar unter http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_05_22_weidmann.html, zuletzt geprüft am 23.05.2016.

Weitnauer, Wolfgang; Boxberger, Lutz (Hg.) (2013): KAGB. Kapitalanlagegesetzbuch. 1., neue Ausg. München: Beck (Beck'sche Kurz-Kommentare).

Welborn, John W. (2008): The 'phantom shares' menace: naked short selling distorts shareholder control. SECURITIES & EXCHANGE. In: *Regulation* (Volume 31/ Issue 1), S. 52–61. Online verfügbar unter <http://www.cato.org/pubs/regulation/regv31n1/v31n1-7.pdf>, zuletzt geprüft am 28.05.2016.

Willkie Farr & Gallagher LLP (Hg.): SEC adopts final rule 204 of regulation SHO to reduce fails to deliver. Client Memorandum. Willkie Farr & Gallagher LLP. Online verfügbar unter http://www.willkie.com/~media/Files/Publications/2009/08/SEC%20Adopts%20Final%20Rule%20204%20of%20Regulation%20SHO%20To%20R_/Files/SEC%20Adopts%20Final%20Rule%20204%20of%20Regulation%20SHO.pdf/FileAttachment/SEC%20Adopts%20Final%20Rule%20204%20of%20Regulation%20SHO.pdf, zuletzt geprüft am 30.05.2016.

Wittinger, Michaela (2008): Europäische Satelliten - Anmerkungen zum europäischen Agentur(un)wesen und zur Vereinbarkeit Europäischer Agenturen mit dem

Gemeinschaftsrecht. In: *Europarecht (EuR)* (5), S. 609–626. Online verfügbar unter http://www.europarecht.nomos.de/fileadmin/eur/doc/Aufsatz_Eur_08_05.pdf, zuletzt geprüft am 02.04.2016.

Wyss, Rico von (2004): *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. Dissertation. Universität St. Gallen, St. Gallen. Online verfügbar unter [http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/2899/\\$FILE/dis2899.pdf](http://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/wwwDisplayIdentifier/2899/$FILE/dis2899.pdf), zuletzt geprüft am 22.05.2016.

Younglai, Rachelle (31.12.2008): SEC chief has regrets over short-selling ban. Reuters. Online verfügbar unter <http://www.reuters.com/article/us-sec-cox-idUSTRE4BU3GG20081231>, zuletzt geprüft am 18.03.2016.

Zentraler Kreditausschuss (2009): *Response to the CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*. EG-INV-RE. Online verfügbar unter http://www.die-deutsche-kreditwirtschaft.de/uploads/media/bZKA090930_CESR_Response.pdf, zuletzt geprüft am 10.02.2016.

Ziekow, Jan (2012): *Verwaltungsverfahrensgesetz. Kommentar*. 3. Aufl. Stuttgart: Kohlhammer (Rechtswissenschaften und Verwaltung : Kommentare).

Zimmer, Daniel; Beisken, Thomas (2010): Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda. In: *Wertpapiermitteilungen* 64 (11), S. 485–491, zuletzt geprüft am 05.02.2016.

Zlotnikova, Eleanora (2010): The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO's Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage. Article 12. In: *Brooklyn Journal of International Law* 35 (3). Online verfügbar unter <http://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1155&context=bjil>, zuletzt geprüft am 21.05.2016.

Zou, Huiwen (2011): Information Efficiency of Stock Markets. In: *International Journal of Innovative Management, Information & Production* Volume 2 (3), S. 40–48. Online verfügbar unter <http://www.ismeip.org/IJIMIP/contents/imip1231/5PP07C.pdf>, zuletzt geprüft am 02.05.2016.

Zulauf, Felix (2013): *Liquidität ist das Blut der Börse*. Börse München. Online verfügbar unter <http://www.suedseiten.de/beitrag/menschen-liquiditaet-ist-das-blut-der-boerse.html>, zuletzt aktualisiert am 04.08.2013, zuletzt geprüft am 23.05.2016.